

A Strategic Management Perspective of Fund Family Competition: Theories and

Evidence from America and China

by

Jianping Liu

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2018 by the
Graduate Supervisory Committee:

Hongquan Zhu, Co-Chair
Chun Chang, Co-Chair
Hong Yan

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2018

基金公司竞争战略观：理论和对中美公募基金的实证研究

刘建平

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2018 年 3 月批注：

朱洪泉，联席主席
张春，联席主席
严弘

亚利桑那州立大学

二零一八年五月

ABSTRACT

Since the 2008 financial crisis, the total assets managed by U.S. mutual funds have frequently hit new highs and the industry has become increasingly concentrated. In the meantime, two strategies have emerged in the American mutual fund industry: active and passive management. What factors affect the market shares of firms that adopted these two different strategies?

Building on strategic management theories, I suggest that mutual fund families that adopted active and passive management strategies tend to compete in different dimensions. Active management fund families tend to implement the product differentiation strategy, competing on “product quality” through excess-returns, innovative and differentiated fund products; passively managed fund families focus more on “price competition” by conducting an overall cost leadership strategy.

This research examines the driven factors of fund families’ market share. The results show that: the market share of actively managed fund families is more sensitive to positive impact of fund performance, while passive management firms are more sensitive to negative effect of management fees and total loads; 12b-1 expense improves the competitiveness of active fund families and thus enhance their market shares but it has negative impact on passive fund families. In addition, high turnover decreases the market share of all fund families, especially for passively managed families. The outcome

reveals the latest US mutual industry orientation: products differentiation, turnover, management fee have greater impact on market share while the competition of fund performance is diminishing. The Matthew effect in US mutual fund industry is outstanding. Industrial competition dimension expands from performance and products to cost cutting.

Empirical analysis on Chinese mutual fund families is also conducted. Different from the US, there is only small number of mutual fund families targeting passive management products. The results show that the distribution channel has the largest impact on Chinese mutual fund family market share and investors are more willing to chase performance than to consider cost-efficient fund families. This study then analyses reasons behind the difference of Chinese and American mutual fund industries.

摘要

2008 年金融危机以来，美国公募基金的规模不断创出新高，同时出现两个趋势：一是行业集中度越来越高，二是被动型基金增速加快。美国基金公司在战略上已经分化为主动管理和被动管理两大方向。那么，对于两种不同战略偏向的基金公司，哪些因素影响了其市场占有率？

本文使用了 CRSP（The Center for Research in Security Prices）数据库中的 2003-2016 年美国的所有公募基金数据，研究基金公司战略对其市场占有率的影响。

本文根据波特“以产品种类为基础的定位”将基金公司分为主动管理型与被动管理型两类公司：主动型公司更偏向产品差异化战略，即通过基金产品的业绩、创新性、多样性进行差异化竞争；而被动型公司则在总成本领先战略下更偏向费率竞争。本文进一步研究了在两种不同的战略下各因子对基金公司市场占有率的影响，结果发现：主动型公司对基金业绩的正影响更加敏感，被动型公司对管理费率、前后端费率的负影响更加敏感；市场营销费率（12b-1）与主动型公司正相关，与被动型公司负相关；产品集中度对主动型公司市占率的负影响更大。另外，实证研究还发现，换手率与基金公司的市占率负相关，且对被动型公司影响更大。本研究还发现了美国基金业最新的变化：产品数量、换手率、费率对公司市占率影响相对更大，而基金业绩对市占率的影响开始变弱，说明在美国基金取得超额收益越来越困难，同时，强者越强，市场份额不断向大公司集中，行业竞争已经从业绩竞争、产品竞争转向了成本竞争。

本文进一步分析了中国基金业的情况，和美国不同的是，中国被动型基金占比太小，缺乏被动型基金公司的样本。研究发现，对中国基金公司市占率影响最大的因素是销售渠道，而且投资者对业绩的追求大于对成本的考量。本文还对比了中美基金市场的差异，分析了结果不同的原因。

目录

	页码
表格目录	vii
图目录	ix
章节	
一、引言	1
二、文献回顾	10
2.1 国外文献综述	10
2.2 国内文献综述	16
2.3 文献评述	17
2.4 研究创新点和贡献	18
三、理论基础和模型	21
3.1 理论基础	21
3.2 研究假设	44
四、研究方法	52
4.1 样本和数据来源	52
4.2 研究模型	52
4.3 变量定义	54
五、数据描述及回归分析	61

章节	页码
5.1 数据描述	61
5.2 相关性系数检验	63
5.3 回归分析.....	64
六、中国基金市场的对比研究	80
6.1 中国基金市场概述.....	80
6.2 中国研究样本的描述性统计	86
6.3 对中国基金公司市场占有率影响的研究.....	89
6.4 对中国基金公司市场占有率影响的平衡面板研究.....	98
6.5 小结	102
七、结论与启示.....	104
7.1 结论.....	104
7.2 启示	106
7.3 不足与研究展望	108
参考文献.....	110
附录	
A: 美国部分的相关数据及表格.....	116
B: 中国部分的相关数据及表格.....	120

表格目录

表格	页码
1. 美国基金公司集中度	2
2. 描述性统计表	61
3. OLS 与 FGLS 回归结果对比	64
4. FGLS 标准化回归结果对比	73
5. 主被动型样本的 FGLS 回归结果对比	76
6. 中国前 25 大公司市占率	81
7. 2016 年中国各类基金资产管理规模	83
8. 中国基金市场描述性统计表	86
9. 影响基金公司市占率因子的多元回归结果（中国）	90
10. 方差膨胀因子检验——中国部分	92
11. 影响基金公司市占率因子的非平衡面板标准化 FGLS 回归结果（中国）	96
12. 中国基金市场的描述性统计表	99
13. 影响基金公司市占率因子的平衡面板样本标准化多元回归结果(中国)	100
14. 美国部分的数据 Spearman 相关系数分析	117
15. 美国部分 OLS 回归的 white test 与 VIF 检验结果（夏普比率）	118
16. 美国部分 OLS 回归的 white test 与 VIF 检验结果（绝对收益）	119
17. 中国部分的数据相关系数检验	121

18. 中国部分 OLS 回归的 white test 结果.....	122
-------------------------------------	-----

图目录

图	页码
1. 公司战略的管理过程	21
2. 资本市场分类.....	24
3. 股票型基金费率(1981-2008)	30
4. 美国公募基金分销渠道份额	34
5. 公募基金分销渠道份额.....	35
6. 美国各类型基金资产净值	37
7. 中国各类基金资产净值	38
8. 美国各类基金数量	38
9. 中国各类基金数量	39
10. 美国基金公司主动管理比例分布图	56
11. 市占率绝对量与对数分布直方图.....	63
12. OLS 回归残差与残差滞后项散点图	67
13. 中国资产管理规模与基金公司数量变化趋势	82
14. 基金派系占比变化图.....	85
15. 市占率绝对量与对数分布直方图（中国）	87
16. 中国基金公司主动管理比例分布图	89
17. OLS 回归残差与被解释变量估计值的散点图、相邻两期的残差散点图	93

一、引言

全球资产管理行业已从 2008 年金融危机中复苏，并处于强劲增长的阶段，目前全球资产管理规模已经超过危机前水平，盈利能力依然强健。据 BCG 公布的《2016 全球资产管理报告》，全球资产管理规模（AUM）达到 71.4 万亿美元，而且未来发展速度加快，根据 PwC 的预测，全球资产管理规模 2020 年将达到 111.2 万亿美元，并于 2025 年高攀至 145.4 万亿美元。在全球资产管理规模中，公募基金占据了主要的份额。根据美国的 ICI（Investment Company Institution）的《2017 投资公司年鉴》（2017 investment fact year book），2016 年全球开放式基金的总资产达到 40.4 万亿美元。其中，美洲市场占比最高，为 21.1 万亿美元，约 52.2%；其次是欧洲市场，约为 14.1 万亿美元；非洲和亚洲-太平洋地区达到 5.2 万亿美元。在基金行业最发达的美国，开放式共同基金及 ETF 的总净资产达到了 18.9 万亿美元，占全球开放式基金的 47%。公募基金行业发展势头迅猛，PwC 预计 2025 年全球公募基金规模将比 2016 年增加一倍。

在美国公募基金快速发展的过程中，出现了一些值得注意的现象。一是市场集中度不断提升。从 2005 年到 2016 年，美国规模最大的五家基金公司管理的资产比例由 36% 上升到 47%，而规模排名前十位的基金公司管理的资产比例由 47% 上升到 58%。同时，排名 11 至 25 位的基金公司，其市场份额从 2005 年的 22% 下降到 2016 年的 18%，市场份额被不断蚕食。

表格 1 美国基金公司集中度

前 25 大公司共同基金和 ETF 的份额 (占有共同基金和 ETF 的总净资产的百分比)				
	2005	2010	2015	2016
前 5 家公司	36	42	45	47
前 10 家公司	47	55	56	58
前 25 家公司	69	74	75	76

来源: Investment Company Institution "2017 factbook "

二是被动指数基金及 ETF 的快速增长。随着美国股票市场的有效性增加,通过主动管理赚取阿尔法变得越来越难,而被动指数基金及 ETF 在过去十年里经历了爆发性增长。

自 2006 年到 2016 年,被动指数基金资产管理规模增长了 250%,总额达到了 2.6 万亿美元,ETF 也达到了 2.5 万亿美元,而主动管理基金的资产规模仅增长了 50%。在十年间,以管理被动型产品为主的黑岩公司(BlackRock)和先锋基金(Vanguard)取得了长足增长,其中先锋的市场份额从 11.8%增长至 19.5%,管理的资产规模达 4.2 万亿美元,在世界范围内排名第二;1988 年才成立的黑岩公司资产管理规模更是达到 5.1 万亿美元,雄踞全球基金行业第一,增长势头不减。而与此同时,1986 年美国前十大基金公司之一的德莱弗斯(Dreyfus)截至 2016 年底市场份额仅剩 1.1%。从全球资产管理行业看,也出现了类似的分化趋势,且预计未来仍将持续。根据 PwC 的预估,2025 年主动管理型资产将仅占全球管理资产的 60%,较 2016 年的 71%有所下降,被动管理型资产将增加一倍以上,从 14.2 万亿美元增加至 36.6 万亿美元。

那么,在这十多年中,是什么因素造成了先锋基金公司这样大幅的增长,为什么年轻的黑岩公司可以在这么短的时间内做到行业第一,而曾经辉煌的黑岩公司又为何逐渐衰

落？美国基金业已经形成主动管理和被动管理两大战略，不同战略的基金公司是如何抢占市场，提高市场占有率的？有哪些因素影响基金公司的市场占有率？它们是如何影响的？对两种不同战略的基金公司而言，这些影响的因素有何差异？

基于以上研究背景与问题，笔者将全文讨论的重点放在了基金公司的相对竞争地位与实力上，而为了更加精确地度量和判定基金公司的竞争实力，本文需要从众多的绩效指标中选择合理的因变量指标以推进后文的讨论。本文从传统的绩效定义、数据的可得性与公募基金特定的行业属性出发，认为公司的绩效衡量标准从根本上而言是如何最大化股东的利益，公募基金行业最大化股东收益的直接方式就是扩大资产管理规模—因为公募基金一般是按照产品约定的固定比例收取管理费，基金公司收入与资产管理规模是成比例挂钩的，而运营成本相对资产管理规模边际递减，因此资产管理规模扩大会直接带来基金公司利润的增长。传统上衡量公司绩效一般用 ROE 等财务指标，但由于美国基金公司大多是非上市公司，财务指标不公开，而市占率的计算方式则是基金公司资管规模占整个行业的比例，数据容易获取。因此，市占率是能够从资产管理行业的角度，体现基金公司绩效与相对竞争实力的一个较好的指标。

而在关于基金公司市占率的影响因子这个话题的研究中，目前的文献多关注基金层面，研究影响基金资金流或业绩的因子，而对基金公司层面的关注较少。Khorana 和 Servaes（2011）开创性地研究了影响基金公司市场占有率的因子，但他们的研究假定这些因子都是互相独立的，忽视了基金公司的战略在背后的影响。在实际运营中，一般是公司董事会和管理层先确立自己的战略定位，然后通过一系列的组织结构调整和制度

安排，自上而下地调动资源去实施战略，进而会影响公司的各个指标或者各个因子的值，最终对公司市占率产生影响。本文的创新之处就在于从基金公司运营的实际出发，以偏重主动管理或者被动管理的战略选择为研究的切入点，再对基金公司的外部环境进行分析，结合内部资源和能力，阐述了主动、被动管理型基金公司的战略偏向，并对在不同的战略选择下，各个因子是如何影响市占率，以及各因子在两种战略下对市占率影响的差异程度进行了研究，并进一步对中美两国基金行业做了对比研究。

Jay B. Barney 将公司战略的管理过程总结为使命的确立、目标的选择、内外部的分析、战略选择、战略实施和竞争优势的体现。本文分析了基金公司面临的外部环境和内部资源和能力，进而推导出不同战略的公司的竞争重点有所侧重。本研究引用了迈克尔·波特的《竞争论》中的分类方法，将基金公司的战略定位“以产品种类为基础”进行分类，即把基金分为主动管理型基金和被动管理型基金，进而按照基金公司主动管理的基金资产占其全部基金资产的比例，将基金公司分为两类公司：主动管理型和被动管理型公司。主动型基金公司以“质量竞争”为主，即基金业绩的竞争。因为对主动型基金而言，它的目的就是主动投资获得超过指数的收益。而被动型基金公司以“价格竞争”为主，即基金费率的竞争。这是由于对于跟踪某一指数的所有被动基金而言，他们的投资策略、持仓结构一般和指数一样，最终获得的回报都是指数回报，所以投资者更在意费率，因为跟踪同一指数的被动产品中费率低的产品会产生更高的剔除费率后的净回报。

基金公司应该如何应对质量竞争和价格竞争？本文结合战略的定义和理论，分析了基金公司应在充分了解外部环境和自身具备的资源和能力的基础上，确定自己的战略定位，

推导出主、被动基金公司分别会采取产品差异化战略和总成本领先战略进行市场竞争。而为了组织实施这两类战略，则需要基金公司利用自身不同的资源，发挥其独特的能力。本文结合先锋基金和富达基金（Fidelity）等代表案例和基金行业的实践经验，分析了采取总成本领先战略的基金公司通过提升成本管控能力、改进组织架构、提高 IT 技术能力等方式以控制成本；采取产品差异化战略的基金公司则利用其投研能力、产品设计能力和高质量的客户服务能力来实施策略，由此两类战略的公司树立其在这一竞争领域中的优势地位。

在阐释完理论基础后，本文对美国基金行业 2003-2016 年的公募基金数据进行了实证研究，结果也证实本文对于基金公司按照战略进行分类的分析。和 Khorana 和 Servaes 的结果一样，本研究发现，对所有基金公司来说，基金收益率越高，市场占有率越大；但是不同战略的基金公司的市占率对业绩的敏感性不同：主动型基金公司对业绩的好坏更加敏感。这表明主动性基金公司更加偏向“收益率竞争”或者“质量竞争”。

关于基金的各项费率对基金公司市占率的影响，本文的研究部分证实了前人的研究结果，但同时也有一些新的发现。基金的费率包括管理费率、前后端费率、市场营销费率等。对于基金的管理费率而言，前人的研究发现它一般和市场占有率呈负影响，因为管理费率越高，投资者在剔除费率后得到的净收益就越少。本文的研究部分证实了前人的结论，即管理费率无论对主动管理还是被动管理的基金公司而言都是负影响，但是同时本研究发现，管理费率对被动型基金公司市占率负影响更大；和 Khorana 和 Servaes（2011）研究不同的是，前后端费率和不同战略的基金公司的市占率均为负相关，并且对被动型基金公司的负影响更大。以前的研究认为，基金的前端费用主要用于营销，后端费用增加了投资者的

退出成本，因而前后端费用都有利于提高基金公司的市占率。但本文研究发现，前后端费用对投资者收益的负影响超过了其对营销的正影响，导致其与基金公司市占率负相关；另外，本文还发现，市场营销费率（12b-1）对主被动型基金公司市场占有率的影响不同，对主动型基金公司市占率存在正影响，而对被动型基金公司存在负影响。（Sirri 和 Tufano，1993；Barber、Odean 和 Zheng，2005；Khorana 和 Servaes，2011）等人的多项研究认为，市场营销费用（12b-1）可以减少投资者的搜索成本，提高基金的知名度，可以吸引资金流入，因而可以推导出市场营销费率对基金公司市场占有率有积极的正影响。但本文的研究发现，对于主动型基金公司，虽然基金总费率不断下降是一个趋势，但是减小搜索成本带来的正效应依然大于提高营销费用带来的负效应。被动型基金公司则出于战略考量，不断降低基金各类费用（包括 12b-1）以吸引投资者。从实证研究结果看，对被动型基金公司来说，投资者在比较不同被动基金的收益的同时，也会比较基金费率，以判断其能够带来多少净收益，投资者更关心净收益。对被动型基金公司而言，减少搜索成本带来的正效应小于提高费用带来的负效应，市场营销费率（12b-1）低的基金更有吸引力，因而市场营销费率（12b-1）与被动型基金公司市场占有率呈负相关。总体而言，被动型公司对费率更加敏感，更加偏向“价格竞争”即“费率竞争”。

除了基金业绩和各类费率外，本文研究还发现，换手率对基金公司市占率呈负相关，对被动型基金公司影响更大；产品集中度与基金公司市占率是负相关关系，对主动型基金公司影响更大，说明基金公司通过基金产品创新，增加基金数量，可以提高市占率，这对主动型基金公司更为重要。

本文还对各项因子进行标准化处理，研究对所有基金公司而言，哪些因子对市占率影响最大，结论显示，对于市场占有率产生绝对影响的因子从大到小依次排列为：1、基金公司产品集中度（赫芬达尔指数）和基金数量；2、换手率；3、管理费和 12b-1 费；4、前后端费用、基金的产品多样性和明星基金；5、夏普比率和超额收益率。这揭示了美国基金业近十几年的变化趋势，主要有：第一、由于历史积累，一般来说，大型基金公司的基金数量多、集中度较小，规模效应对基金公司市占率的正向影响更大，美国基金行业强者越强，集中度仍在不断提高；第二、美国的资本市场已经达到了半强有效，高换手的投资已经无法产生超额收益，同时要承担巨大的交易成本，对市占率负向影响很大；第三、基金公司的管理费和 12b-1 费对市占率影响同等重要，这说明即便在美国这样的成熟市场，成本管控和基金营销对提高基金公司市占率仍旧是同等重要。第四、前后端费用、基金的产品多样性和明星基金对于市占率的影响程度基本一致，但在各因子中相对较弱。这说明了明星基金的光环减弱，前后端费用和“造星运动”的竞争有效性渐渐降低。从美国实际情况看，2008 年之后，产品创新引发的基金数量大幅增加的 trend 结束，基金数量开始下降，集中度提升，所以产品差异度的竞争到了 2008 年就进入了竞争的中后期，基金业转向了偏成本的竞争。第五、基金公司投资能力体现的重要指标—夏普比率和超额收益率是对市场占有率绝对影响最小的因子。这说明在美国半强有效的市场下，基金公司整体的投资业绩出众的概率较小，而且要保持持续出众的业绩更加困难。总的来说，目前美国基金行业的竞争已经从业绩竞争、产品竞争转向了成本竞争，同时销售和渠道竞争同样重要。

本文重要的创新之处就是首次将战略思想引入基金和金融领域的研究，揭示了战略在基金管理中是如何影响基金的各项因子，进而影响基金公司绩效的重要指标——市占率的，揭示了战略与基金公司管理各因素背后的逻辑关系，解释了战略对基金管理的重大影响，有效证明了战略在基金管理中的价值，也间接佐证了战略在金融领域的重要性。因此本文具有一定的理论创新和贡献。

本文改进了前人的研究方法。首先，本文以战略为研究的出发点，分析不同战略对基金公司市占率的影响，以及在不同战略下各因子对市占率影响的差异，此研究相比前人更加深入，更有系统性，深刻阐述了基金行业发展趋势背后的原因，也得到了更多的启示；其次，本文选取了 2003-2016 年美国公募基金行业数据进行实证研究，反映了美国基金行业最新的发展态势，由此有了一些新的研究发现，纠正了过往研究的一些错误结论；再次，本文对各因子进行标准化处理，以显示各因子对市占率影响的程度差异。同时引入夏普比率，对投资能力加入风险的考量，这些方法可以进一步提高研究的准确性，能够更加深刻和全面地揭示行业趋势。

本文对中美公募基金行业进行了对比研究，反应了中美基金行业发展程度的差异。中国的基金行业发展不充分，各公司战略雷同，美国基金业发展的历史及经验可以给中国基金行业带来有益的启示。本研究对中国基金公司管理层制定战略具有参考意义，可以帮助管理层在分析外部环境和内在能力的基础上，确定自己的战略定位，在清晰的战略定位下，有效分配资源，确定在基金管理各领域的投入侧重，进而影响各项业务指标，实现公司整体目标，逐步形成竞争优势。

本文的框架如下：第二章是对现有研究的文献回顾，并提出了本文的创新点；第三章是对本文理论框架的阐述，并且提出了研究假设；第四章是研究方法，介绍了本文的数据来源、变量定义和研究模型；第五章是数据描述和回归分析；第六章是对中国基金公司的回归分析；第七章为结论和启示。

二、文献回顾

在资产管理行业，大多数学术研究集中在基金层面，仅有少数文献研究基金公司层面的问题，而结合战略和实证分析的研究就更少。但是在公募基金实际运行情况下，往往是基金公司董事会和管理层选定了某一战略，并在此战略定位下决定资源的配置方向，使公司的整体经营状态发生了改变，进而传导到基金的业绩和特性上。本文基于该逻辑，自上而下研究基金公司在不同战略选择下，基金超额收益、管理费率等因子对基金公司市场占有率产生的影响。本章将通过对相关文献的回顾，归纳目前的研究成果，通过对文献评述指出现有文献的不足之处，再提出本研究的创新点。

2.1 国外文献综述

（一）基金公司的市占率

现有文献中仅有 Khorana 和 Servaes（2011）涉及了基金公司的市场份额，他们使用了 1976-2009 年间美国共同基金行业数据来实证研究共同基金市场份额的决定因素，研究表明基金公司在价格和产品差异化两个维度竞争，实证结果发现较低的总费用、良好的业绩均可以带来更大的市场份额。然而将总费用拆开来看，前后端费用（front-end loads 和 back-end loads）以及市场营销费用（12b-1 费用，即基金年度运营费用中的广告和分销费用）越高，基金公司的市场份额反而越高，主要由于前端费用和 12b-1 费用用于渠道和营销，减少了散户选择基金的搜寻成本，吸引了更多的资金流入；而后端费用增加了投资者的退出成本，从而稳定了基金的市场份额。

同时，研究结果也表明晨星评级对基金公司市占率有显著正向影响，明星基金相较于其他基金可以给基金公司带来更多资金流入。此外，Khorana 和 Servaes（2011）用募集的新基金数量来衡量基金公司的产品创新水平，因为募集的新基金越多越能满足投资者多样的投资需求，结果表明产品创新对基金公司的市场份额有正面影响，并且新募集基金与现有基金产品差异度越大，这种正面影响越大；但同时这种正面影响是边际递减的，新募集基金数量多到一定程度时，影响的方向甚至会逆转。最后，基金公司的经验（以成立时间衡量）和募集基金的总数量与其市场份额也呈正相关关系。

其他学者的研究则多着眼于基金层面，研究共同基金资金流入的决定因素。总的来看，历史文献发现基金的业绩、各类费用、集中度、换手率以及基金公司的明星基金数量、基金总数量等因素均会对基金的资金流入产生影响。考虑到基金公司的市占率为基金公司基金管理规模占全行业基金管理规模的比重，因而影响基金资金流入的因子同样会间接对基金公司的市场份额产生一定影响，所以本文以下部分对这些影响因子的文献进行了历史回顾。

（二） 基金的业绩

研究显示基金的历史业绩是投资者在选择基金时的重要参考。Sirri 和 Tufano（1993）发现历史业绩会影响资金的流入，但该影响不是线性的。对历史业绩排名前 20% 的基金，历史业绩显著地增加了资金的流入，对剩余的 80% 基金，历史业绩对资金流入的影响并不显著，对业绩极差的基金，资金流和历史业绩没有关系。即基金的历史业绩优异时，基金会吸引资金流入，而历史业绩差的基金并不会出现相同量的资金流出的情

况。Edelen 和 Warner（2001）使用了每日的交易数据研究美国证券基金的资金流和回报率的关系，发现了资金流和回报率之间的正相关关系。Berk 和 Green（2004）通过构造数学模型解释业绩和资金流之间的关系，通过理论论证了历史业绩和资金流入有正相关关系。

除了直接研究基金的历史业绩对资金流入的影响之外，很多历史文献也着眼于明星基金对基金公司的溢出效应。Nanda 和 Zheng（2004）的研究发现明星基金相较于其他基金，会给基金公司带来更多的资金流，并且能力较低的基金公司更有动机使用“造星”策略来吸引更多的投资者。晨星（Morningstar）是基金行业较为权威的基金评级机构之一，于 1985 年首次推出基金评级，晨星评级将基金的风险调整后收益进行比较，并给出 1 至 5 星的评价，推出后逐渐成为全球基金业的行业标准。Del Guercio 和 Tkac（2008）使用事件研究法（event-study）研究了 3388 个国内基金在 1996 年 11 月份至 1999 年 10 月份期间每月超量资金流入的数据变化（期间发生了 12000 次评级变更事件），来估计晨星评级中一个星级在基金产生的超量资金流量方面的价值，发现晨星评级对资金流有显著影响。晨星评级上调时，有显著的超量资金流入基金，当晨星评级下调时，有显著的超量资金流出基金。

（三） 基金的费用

基金在运作过程中的费用分为两大类：一是基金销售、赎回过程中发生的、由投资者自己承担的费用，主要包括申购费（前段费用 front-end loads）、赎回费（后端费用，back-end loads）。这些费用直接从投资者申购、赎回的金额中收取。二是基金管理过程中

发生的费用，主要包括管理费（management fee）、市场营销费（即分销和营销费，12b-1 fee）。管理费是基金管理人管理基金资产而收取的费用。分销和营销费是指基金营销广告费、促销活动费。

现有研究发现投资者对基金费率的关注程度不一。Capon 等（1996）通过问卷调查得出，只有约四分之一的投资者在选择基金时将管理费纳入重要的考虑因素，而剩余的投资者更加关注基金的业绩和基金公司提供的其他服务。

从研究发展上看，在前期，学者们主要从实证角度来研究基金的费用对基金资金流的影响。Sirri 和 Tufano（1993）使用了 1971 年—1990 年的基金数据，在有无搜索成本两种情况下研究基金费用对基金资金流的影响。研究发现，在无搜索成本的情况下，费用高的基金的管理规模的增长比费用低的基金的管理规模增长慢。同时，费率的变化与基金的流量为反向关系。在有搜索成本的情况下，投资者会购买容易获得信息的基金。因为基金费用中有一部分用于市场营销、广告等活动。Sirri 和 Tufano 研究假设基金公司在市场营销、广告等活动花的费用越多，投资者更容易获得有关基金的信息。他们通过实证研究发现，对业绩优异的基金，高费用的基金吸引的资金比低费用的基金吸引的资金多。

在中期阶段，学者们通过数学模型和实证研究的结合论证基金的费率对基金资金流的影响。Huang 等（2007）用数学模型推导出，对新、老投资者，投资基金的参与成本不同。当基金的预期收益超过参与成本时，投资者才会投资基金。参与成本越低的产品，投资者对基金的历史业绩越敏感。而参与成本越高，投资者的资金就越集中到历史业绩高的产品。而营销费用、业绩排名前 5% 的基金、基金公司规模、基金种类会影响参与成本。

研究利用了 1981-2001 年的数据进行实证检验，作者发现市场营销费用对高业绩的基金的规模有显著积极作用，而对一般业绩的基金有显著负影响。

在后期阶段，Wahal 和 Wang（2011）建立模型论证了基金之间的竞争程度。研究发现基金的相似度越高，他们的“价格竞争”—管理费用、市场营销费用的竞争—越激烈。基金的市场营销费、前后端费能够激励理财顾问吸引潜在投资者（Stoughton 等，2011）。

Khorana 和 Servaes（2011）以 1976 到 2009 年的数据进行研究，结果显示市场营销费率对基金公司市场占有率有显著正影响。

（四） 基金的集中度

不同的基金家族的基金数量和基金类型有显著的不同。有的基金家族发行基金的种类集中度高，而其他基金家族通过提供不同投资目标的基金来竞争市场。现有的研究对集中度与市场份额的关系结论不一。

Mamaysky 和 Spiegel（2002）通过模型论证了因为投资者不同的投资策略，所以基金产品多样化能够满足更多投资者不同的投资策略，以此来帮助投资者更好地达成自己的投资需求。基金产品集中度高的基金公司能够在其集中的市场更加专业化，从而在这一市场获得更多的市场份额。

Massa（2000）的研究分析基金种类增多的现象：基金公司通过增加基金种类来增加差异化程度，从而减少了每一种类中的基金数量，以此来限制同一种类的基金间的竞争。同时，通过增加基金种类可以提供更多的选择给投资者，投资者可以通过不同种类的基金投资来达成自己的投资策略。基金公司通过以下三方面进行基金产品种类的竞争：一，基

基金公司建立不同的基金种类，这样公司内部的产品就不会产生竞争，又因为投资者在投资基金时会先考察基金公司整体的业绩，所以这些不同种类的新基金若有好的业绩，将会体现基金公司强大的综合实力，从而更加吸引投资者。二，基金公司发行不同种类的基金产品，使其基金产品组合多样化，从而提供对冲风险的功能。三，基金公司如果集中度高，可以将自身产品集中在一个业绩超越市场平均水平的基金种类，达成规模经济的效果，而且节省了进入一个新的基金类别所需的学习成本。

Khorana 和 Servaes（2011）发现集中度的影响并不是确定的。通过分析 1976 年至 2009 年的基金公司数据，他们发现，以基金类别来测量的赫芬达尔系数显示高集中度不会导致基金公司的份额减少，但是以基金公司内所有基金来测量的赫芬达尔系数计算时发现基金公司的集中度对于市场份额有反向的影响。

（五） 基金的数量

基金的数量为基金公司当年管理的基金总数。在 Khorana 和 Servaes（2011）的研究中，基金公司旗下基金的数量越多，基金公司的市场占有率越大。

（六） 基金的换手率

基金的换手率是基金持仓的变更频率，常用来衡量基金的主动管理程度（Khorana 和 Servaes，2011）。但现有文献对换手率与基金资金流入的关系结论也不一致。一方面，基金管理人的每一次换手，可以理解为对新接收的“优质信息”的反应，一般只有预期净收益为正时，一个理性的基金管理人会选择换手。Wermers（2000）提出权益类基金的高周转率体现了卓越的选股能力。Cremers 和 Petajisto（2009）使用美国基金数据进行实证

研究，也发现主动管理占比最高的基金业绩显著超越了市场基准，而且具有很强的持续性。因而，高换手将带来更好的业绩，吸引更多资金流入。

而在另一方面，换手是有成本的，高换手也意味着高交易成本，历史文献中也有证据表明主动型基金经理经过费用调整后的收益率比基准水平表现得更差（Carhart, 1997），因此投资者可能被指数型、低周转率的基金吸引，高换手的基金资金流入会相应减少。

Khorana 和 Servaes（2011）的研究发现了基金公司经过风格调整后的换手率和市场占有率的负相关关系，但是该负相关关系在经济上并不显著：换手率从 25%分位数提高到 75%分位数，市场占有率的下降不到 1%。

2.2 国内文献综述

从已有文献看，对中国基金市场的研究较少，现存研究主要集中在基金层面，对影响现金流的各项因素进行研究，但研究结论不统一。中国基金投资者追逐绩优基金而抛弃绩劣基金，参与成本对投资者行为具有重要影响，优胜劣汰在基金业的竞争中得到了突出反映（冯旭南，2013）。陆蓉等（2007）研究发现，国内基金市场存在“赎回异象”，业绩优秀的基金反而容易被赎回；林树等（2009）、王鹏（2013）以及冯旭南等（2013）指出国内基金市场存在“明星效应”；肖峻与石劲（2011）发现国内基金市场“赎回异象”仅仅是一种假象，也不存在显著的“明星效应”。进一步的研究发现基金业绩与资金流有正相关关系，还与股市周期、业绩指标以及区间有关（冯金余，2012），通过对现金流的研究发现，基金的申购量和赎回量均与基金的业绩表现显著正相关，已有研究所发现的“赎回异象”（陆蓉等，2007）在整体上并不存在，基金的业绩表现与基金的净流入正相关。在不同股市周期，投资者的

行为表现存在明显的差异性，在牛市中投资者倾向于“追逐业绩”，而在熊市则更倾向于“忽略业绩”（肖继辉，2016）。

对基金公司的研究目前主要涉及到了基金公司的业绩与股权结构（刘春奇，2015；李学峰和张舰，2008）、销售渠道（陈建梁和吴丁杰，2005）、基金所在地（刘春奇，2015；同济大学课题组，2012）等的相关性。郭春松等（2015）发现基金家族的共同技能效应和共同噪声效应使得家族基金间业绩高度相关，基金家族的共同技能效应和共同噪声效应还会对基金家族的资金流带来显著的影响。

2.3 文献评述

已有的研究大多局限于单只基金层面，而关于基金公司层面的研究较少。关于基金层面的研究主要分析基金的业绩、管理费率、市场营销费用、前后端费率、换手率、明星基金溢出效应、基金数量等因子对基金现金流的影响。大多数研究以基金某一个因子为重点进行研究，但忽略了基金是基金公司管理的产品，是具体业务的载体，没有关注到基金公司层面的各个因素对基金的综合影响。基金产品的设计定位、费率设定、投资管理、交易运行等等，都是基金公司的具体业务，基金现金流的变化是基金公司业务运营的综合结果。此外，基金公司不仅为基金的顺利运行提供保障，而且还负责基金经理的招聘、培养、管理和任用，基金经理具体负责基金的投资决策，对基金的业绩影响巨大，也会间接影响基金的现金流。不同类型的基金公司采取的人才战略也有差别，尤其对基金经理的选用也是其战略的具体体现之一。总之，影响基金现金流和规模变化的因素很多与基金公司有关，忽略基金公司层面的原因而单独进行基金研究，具有一定片面性。

Khorana 和 Servaes 是为数不多的从基金公司层面出发的学者，他们开创性地研究了影响基金公司市场占有率的因素。但是在研究中，他们仅仅考虑了基金的各项指标（例如业绩、管理费率、前后端费率、换手率等等）是如何影响市场占有率的，且把这些影响因素看作是相互独立的。而实际上，基金公司对基金产品的设计和定位，是公司管理人员统一决定的，这些因素是公司在战略选择下统筹考虑而形成的决策，各因素是互相联系并且共同作用而影响市场份额的，因此需要从战略管理的视角来进一步理解和分析影响基金公司市场占有率的因素。

2.4 研究创新点和贡献

本文的创新点如下：

其一，本文首次将战略思想引入基金和金融领域的研究。一方面，以往的研究主要集中在分析影响基金业绩或者现金流的因子等具体问题上，研究偏局部，没有意识到基金业绩或者现金流等都是公司整体运营管理的结果，缺乏对基金业绩或者现金流影响因素的战略解读。实际上，战略在基金公司的运行中作用重大，是各种因子变化的背后的重要原因和推动力量。在公司实际运营中，董事会和管理层确定公司战略后，通过一系列组织安排、制度设计和管理措施等等，以战略将公司运营的各个因素有效组织和联结起来，实现其战略目标，最终影响了各个因子的变化和公司的整体绩效。另外一方面，过往研究战略的文章偏重于实体企业，关于金融领域的战略研究相对偏宏观，鲜有关于基金领域的战略研究。本文以基金公司偏重主动管理或者被动管理的战略分类为研究的出发点，揭示了主动型基金公司偏重产品差异化战略，被动型基金公司偏重总成本领先战略。研究也证明了

战略在基金管理中是如何影响基金的各项因子，进而影响基金公司的绩效的。这些研究解释了公司战略与基金管理各因素背后的逻辑关系，进一步说明了基金管理中的各因素是战略的外在表现，同时也是公司内在能力的体现。本文研究的视野更加宏观，更有系统性思维，具有理论贡献。

其二，本文改进了 Khorana 和 Servaes 的研究方法，除了研究各因子对市占率的正向和负向影响外，还对各因子进行标准化处理，以显示各因子对市占率影响程度的差异。此外，本文引入夏普比率，在考察投资业绩的时候加入了风险的因素，进一步提高了研究的科学性和准确性，实证研究也表明，这些改进的方法研究效果更好，更加深刻和全面地揭示了美国基金行业的变化趋势。

其三、本文不仅研究美国的基金公司战略选择对市占率的影响，还研究了中国基金公司公募基金市占率的影响因素，并进行两个国家的对比。中国的公募基金行业与美国等成熟市场有差距，但是中国基金行业发展迅速，前景广阔，未来会向美国基金行业靠拢，美国的研究结果对于中国的公募基金行业的发展具有借鉴和指引意义。

其四，目前的文献的数据只到 2013 年，而近几年美国基金市场经历了快速增长。本文采用了来自 CRSP 数据库的 2003 年至 2016 每家基金公司旗下的每一只基金的数据，数据的时间区间包含了金融危机以来被动管理基金发展最快的年份，反应了美国基金业最新的发展趋势，更具有参考价值。

其五，本文对基金公司的管理层制定战略具有参考意义，本文关于战略与基金管理各重要因素的关系的研究证明了战略对基金公司管理的价值。在中国各基金公司目前战略雷

同，未来必然出现分化的趋势下，本文的研究对中国基金公司有特殊的借鉴意义，有助于公司管理层理清基金公司的战略框架，确定自己的战略定位，以战略思维去应对日益激烈竞争的市场环境，实现公司战略目标，形成竞争优势。

三、理论基础和模型

3.1 理论基础

3.1.1 战略：概念，理论分析及应用

作为管理学使用“战略”概念的开端，阿尔弗雷德·钱德勒在《战略与结构》中将战略定义为“确立企业的根本长期目标并为实现目标而采取必须的行动序列和资源配置。”这一定义具有强烈的目标导向性，核心在于企业为了达成某个长期目标而进行资源最优分配，体现了战略概念的目标性、长期性、资源承诺和冲突互动的特征。伊戈尔·安索夫在 1965 年《公司战略》中也同样指出，“战略是联结公司所有活动的共同线索，是实现目标的途径，是一整套用来指导企业组织行为的决策准则”，“目标”同样也是公司战略的核心和驱动方向。Jay B. Barney 则将“目标”具体化转为公司的经济绩效，以更简洁的方式定义了公司战略——公司战略是关于如何在市场和产业中获取更佳绩效的理论。这一定义与前文关于基金公司的绩效指标的讨论直接相关，因此本文基于这一战略的定义，进行后续对于基金公司战略分析、决策与实施的讨论。

除了对战略进行定义外，Jay B. Barney 还将公司战略的管理过程总结为使命的确立、目标的选择、内外部的分析、战略选择、战略实施和竞争优势的体现。后文本文就将对基金管理公司的目标的选择、外部环境、内部资源和战略选择分别进行讨论和分析。

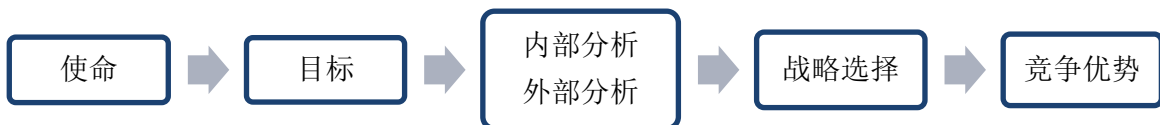


图 1 公司战略的管理过程

在本研究中，本文定义基金公司的目标就是最大化股东价值，而这一目标通过提高基金公司市场占有率来达成。传统的公司金融学理论认为企业的目的就是最大化利润，或者最大化股东的价值（Jensen 和 Meckling, 1998）。公司在最大化股东财富的同时，实际上也会自动满足其他利益相关者的正当要求——有研究认为因为股票持有者或者说股东是公司剩余价值索取者，他们只有在其他合法权益获得支付后才可以获得公司的现金。根据这一逻辑，本文定义基金公司的绩效就是股东的财富或者收入。

在会计计量中，股东利益一般用 ROE（净资产收益率或者股东权益报酬率）来衡量。但是，由于大多数基金公司都不是上市公司，不需要公布 ROE 的数据，所以公司 ROE 的数据无法获取。然而，根据监管的要求，每家基金公司的公募产品都有明确的信息披露要求，包括规模、收费模式、历史的业绩等，所以加总一家基金公司旗下的所有产品的规模然后与行业资产管理规模相比就能得出该公司的市场占有率。从数据的可得性角度而言，基金公司的市场占有率是不能获得 ROE 数据时的另一选择。

采用这一指标，除了数据可获得性的原因之外，也有公募基金行业的业务属性的考量。公募基金按固定比例收取管理费的模式，决定了扩大公募基金规模是增加营业收入的直接途径；同时资管行业的规模效应的存在，也会让公募基金在扩大资金规模后，能够让营业收入更多的转化为利润，进而增加股东的财富。因此，基金公司资金规模的横向比较就成为了衡量其竞争能力的重要指标。而对于企业来说，通过市场占有率来横向对比资金规模能够更加直接地反应其竞争地位和能力，而和自身进行纵向比较，则可以揭示从

当前到未来的经营态势，了解经营状况，从而帮助企业经营管理者分析经营活动，根据实际情况调整策略（汤跃跃，2006）。

结合以上的逻辑，基金公司的市场占有率可以间接反应公司的“绩效”以及公司的竞争实力。将市场占有率作为绩效指标，那么“更佳的绩效”就是指公司市场占有率的提升，市场占有率的提升是基金公司正确的战略选择和实施的外在表现，也表明了该公司在市场中竞争力的提升，因此本文在实证研究中用市场占有率来测算基金公司的“绩效”。

如果将基金公司的绩效衡量标准定义为市场占有率，那么基金公司用哪些战略来提高市场占有率？本文在实证研究中将基金公司市场占有率作为因变量，那么哪些战略选择的自变量因子可以解释基金公司的市场占有率和市场占有率的变化？要对基金公司战略进行评估和选择，就需要对战略如何形成的经济逻辑以及对战略如何实施的组织逻辑有深入的理解和判断。基金公司战略如何在组织内部实施的过程很难观测到，也没有相应的数据，但是对于基金公司战略的选择和实施进而体现出的竞争优势，本文可以通过从基金层面的数据汇总而反映出来。

（1）外部环境分析

外部和内部的分析是战略选择的基础。而外部分析则是战略管理的首要环节，目的在于厘清企业所面对的行业与竞争环境，以明确企业后续制定战略的基本方向与发展途径。在本文中，本文主要从中美整体资本市场背景以及行业发展情况两个方面来对基金公司的外部环境进行分析。

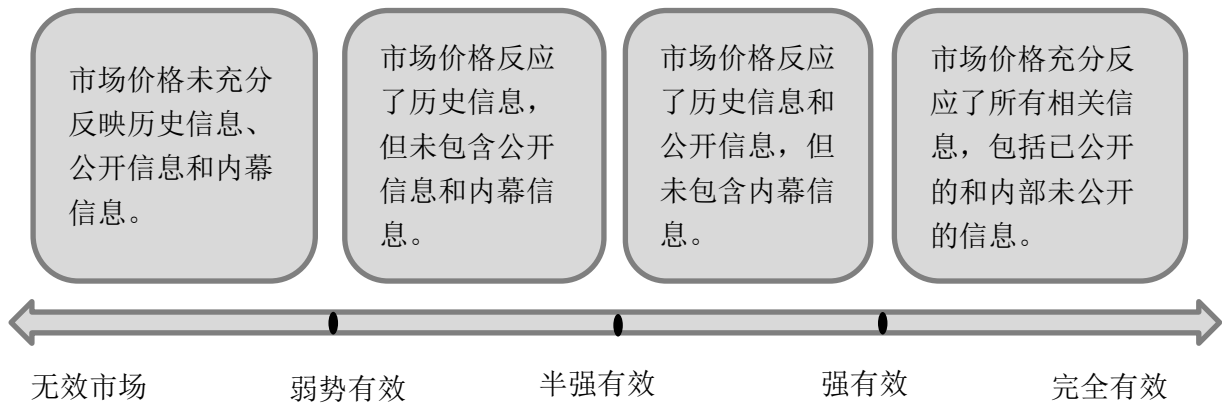


图 2 资本市场分类

有效市场理论将资本市场分为弱势有效，半强有效和强势有效。有大量的研究表明包括美国在内的发达国家的股票市场已经接近半强有效（Sewell, 2012；王超、刘超，2013；刘寒星、李芮，2017）。即便是利用基本面分析，通过对公司管理状况及其它公开披露的财务信息等分析，仍旧有很大难度获得超额收益。这也催生了近十年美国等发达国家被动管理基金的爆发式增长。关于美国基金是否能产生超额收益的研究，大多结论是否定的（Chinthalapati, Mateus and Todorovic, 2015）。对于达到半强有效的资本市场而言，主动管理只能通过内幕信息才能获取超额收益，而这又是被各国法律所禁止的。那么通过利用公开信息进行主动管理的基金相对被动管理基金的高额收费就显得缺乏业绩以及理论的支撑。在这种市场环境下，由于被动基金低廉的收费和充分的分散投资，叠加美国长时间的牛市，大量资金选择被动管理型基金。数据显示，在 2002 年 9 月，被动管理基金在全市场的比例仅为 0.06%，经过十多年的累积，2016 年底该比例达到了 27%。虽然被动管理资金在近十年大幅增加，但是主动管理仍管理着最多的资金。显然在美国的基金

行业，主动和被动管理的选择或者偏向，是过去十年美国基金公司最重要的战略选择。

对于主动管理型基金而言，基金经理的目标是获取尽可能高的投资收益，即在产品的收益方面与同业形成显著差异。对于基金投资者来说，这意味着基金的投资能力的优劣，是基金“质量的体现”。因此，对主动管理型基金来说，同业竞争的重心是“质量竞争”。在被动指数型基金方面，基金经理跟踪特定指数获得指数收益，对基金投资者来说，跟踪同类指数的基金的回报一致，而管理费率及其他费率对他们来说，是基金的“价格”，在取得的回报一致的情况下，他们要尽可能选择费率低的基金。因此，对被动指数型基金来说，是“价格竞争”。由于主被动基金面临重点迥异的外部竞争环境，这也就决定了在决定和实施后续战略中，不同管理类型的基金公司将采取不同方向的战略。若将分析视角投射至公司战略层面，“质量”和“价格”竞争则分别对应于产品差异化战略和总成本领先战略。

学术研究对于中国的股票市场是否达到了弱有效还有一定争议（Beltratti, Bortolotti and Caccavaio, 2016；刘寒星、李芮，2017）。刘晓孟（2013）研究显示中国主动型基金仍旧能产生超额收益率。从长期看，中国被动型基金业绩大多比主动型基金差，基金指数大幅增长，但是股票指数却没有回到之前的高点。因此，以被动型基金为主要管理方向的公司就面临尴尬的处境。例如，万家基金公司成立于 2002 年，公司在发展初期定位为被动基金管理人，但是其经营效果远不及主动型管理公司，经营业绩落后于大多数同期成立的公司。为了增强竞争实力，公司主动进行了战略定位的调整，删除了增强型指数化投资理念。其旗下的万家公用基金截至 2013 年产品转型前夕，年收益率仅为 4.53%。为了提高基金资产的运作效率，公司决定将万家公用基金转型为一只主动管理型股票基金，以拓

宽基金投资策略和范围，提升产品业绩。虽然大多数主动基金都能战胜指数，但是中国仍有百分之十五左右的被动产品。这并不是说中国主被动的战略选择对于基金公司而言已经和美国的现状一样。中国的大多数被动产品其实是杠杆产品，即以指数为投资标的的分级基金，该产品分为优先和劣后级，优先级有为劣后级提供融资的功能，以满足不同风险收益偏好的投资者需要。所以在中国市场，被动产品的选择仅仅是产品多样化战略下的一个选项。

在被动基金之前，货币基金是美国基金行业最重大的产品创新和策略偏向。在 60 年代末，美国由于越南战争和很多新建的国内项目，而造成了巨大的财政赤字。CPI 在 1967 年仅有 3%，次年就上升到了 4.7%，随后逐年上升，直到 1974 年石油危机 CPI 上升到了 12%。居民的借贷成本也随之直线上升。但是与此同时，居民仅仅能获得 4.5%到 4.75%的存款利息，这是由于联邦银行监管协议规定银行存款的上限是 4.5%到 4.75%。普通投资者如果要投资当时高收益的短期国债却需要非常高的门槛，起投 1 万美金，投资大额存单则需要至少超过 10 万美金。普通投资者急需适当的投资标的来对抗通胀。在这种时代背景下，1972 年，美国出现了第一支货币性基金：the Reserve Fund。在此之后货币基金规模迅速增加，从 1974 年的 20 亿美金增长到 1980 年的 760 亿美金，在 1980 年美国货币基金的规模超过了其他所有类型基金规模的加总（Matthew P. Fink, 2008）。在中国市场，从 2003 年 12 月 30 日成立第一支货币基金，2004 年货币基金资产管理规模占公募所有产品规模的 18.5%，到 2015 年货币基金规模占比已经到了 52%。中国市场在 2011 年的情况和美国 1970 年非常类似。从 2010 年 CPI 年初只有 1.5%到了 2011 年 CPI 最高上

升到了 6.45%，而与此同时央行规定的银行一年期存款利率上限是 3.5%。在 2011 年利率市场化的推行让货币基金出现了大幅的增长，2013 年 6 月余额宝货币基金的推出，结合阿里在支付宝上的庞大用户，资产规模迅速增加，一举成为全世界最大的货币基金。如果在 2011 年到 2013 年间还没有布局货币基金产品的基金公司，资产管理规模的增长会受到非常大的压力。货币基金的推出，是中国基金公司在产品多样化战略下，相较被动产品而言，更加重要的选择。

总体而言，目前在美国的股票市场通过主动投资获得超额收益率极其困难，在中国通过主动投资获得超额收益远远易于美国——即美国市场在半强有效附近，中国的市场在弱势有效附近。但对于处在两国不同资本市场中的基金公司而言，过去十年，美国基金行业面临主动和被动战略的选择，而中国基金行业刚刚经历货币基金是最重要产品差异化战略选择的阶段。未来，中国基金公司的战略定位必然会出现主动和被动管理的选择，但是这种选择必须依据公司所处资本市场的实际情况具体分析。

（2）内部资源分析

企业进行战略选择与战略决策，既需要与外部环境相匹配，也需要考虑企业内部自身的资源与能力。企业组织实施一定的战略决策同样需要企业具备相应的内部资源作为能力支持。内部资源分析方法立足于以资源为基础的战略管理理论，即认为同一行业内相互竞争的企业所拥有的资源和能力中，有相当部分是独特且难以模仿的，而形成有效战略的关键就在于客观、准确地挖掘和评价企业现有的资源与能力。

从基金行业的实践来看，基金公司的能力主要有组织领导人能力、投资研究能力、成本

管控能力、销售能力、产品设计能力。

组织领导人能力是企业的独特竞争能力。组织的领导人或总经理是组织中分析企业环境，理解企业的内部优势和劣势，选择最大化价值的责任人。虽然总经理会需要很多直线和参谋经理来辅助其作出战略决策，但是能力出众的总经理往往被视为一个组织的优势，低品质的总经理被视为劣势。

基金公司的投资研究能力是同业竞争中最重要能力。投资研究是一个将信息通过研究转化为投资成果或者投资业绩的过程。对于投资研究的价值链而言，第一步是和投资相关信息的获得，这是一个 0 和 1 的结果。一般这些信息包括交易信息（由交易所或数据提供商提供）、公司财报信息（公司按照交易所和证监会要求进行披露）、非财报披露的公司其他信息（通过调研获取或由第三方数据提供商提供）、行业信息（由行业组织自发披露，由第三方数据提供商提供，由政府统计发布，或者通过调研获取），宏观经济信息（大多由政府统计进行公布）等。但是在获取信息的过程中，重要的属性还有获取信息的速度，和获取信息的数量和质量（也就是信号和噪音的比例）。虽然上述的信息源可以提供大量的信息咨询，但是其中有些信息并没有使用价值，实际影响公司基本面或者股价的信息才是高质量的信息。能够快速获得最多的高质量信息是基金公司的投资研究的第一个优势。第二步是信息在组织内部的传递效率。一般这些信息由基金公司的研究员或数据分析师甚至是 IT 人员获取或者采购。例如交易信息，行业数据库，宏观数据库，第三方数据库等，由公司后台采购，对于每位投资研究人员开放后，就确保了这些基础信息的传递效率。但是对于另一些经过调研得到的独立信息，或者经过深入分析过后产生的总结性信息则需要公司

研究人员通过邮件、会议、电话、面对面交流等方式进行推广。这些衍生的非基础的信息传递所需要的传递时间和传递过程中的流失度则取决于基金公司整个投资研究团队的团队沟通效率。高效的团队沟通是基金公司投资研究能力的基石。第三步是信息的处理能力。无论是研究员还是基金经理得到信息之后，需要对信息进行处理，并得出研究结论。这种信息处理能力取决于个人能力，也是投资研究团队人力资源的重要体现形式。这种信息处理的核心在于理性科学的分析，同时结合分析技术的应用，例如电脑编程、数据库软件或数据处理软件等。投资研究团队拥有高质量的信息处理能力，是基金公司投资研究能力的核心。第四步是投资管理和风险控制能力。如何将研究成果转化成投资成果，需要基金经理和投资团队做出决策，对投资决策进行实施，并且要进行合理的风险管控。优秀的投资管理和风险控制可以将同样的研究成果产生更大的业绩回报。基金公司的投资管理和风险控制能力是投资研究能力中的重要组成部分。基金公司的投资研究一般包含复杂的流程，但是最终的体现形式却是最清晰明了的——投资业绩。这里的投资业绩一是需要和同类型基金相比，或者和指数相比，因为不同类型产品之间的收益获取难易度差异巨大；另外需要在剔除其所承担的风险之后再进行考量，因为承担风险更大的投资理应获得风险补偿。

随着行业竞争的加剧，成本管控能力已经成了基金公司的核心竞争力之一。因为基金持有人获得的最终回报取决于绝对收益减去成本，所以越低的成本让基金持有人获得的收益更多，也越能吸引新投资者。在 2003 年之后，得益于行业竞争加剧和指数基金爆发性增长，美国股票型基金的费率出现了 1981 年以来的首次大幅下降，从 2003 年的高于 1.5% 下降至 2009 年的 1.35%。根据 Vanguard 创始人 John C. Bogle 的统计，2005 年-2007 年，

投资者净购入的股票型基金份额中的 93%都是成本低于行业常规的基金。

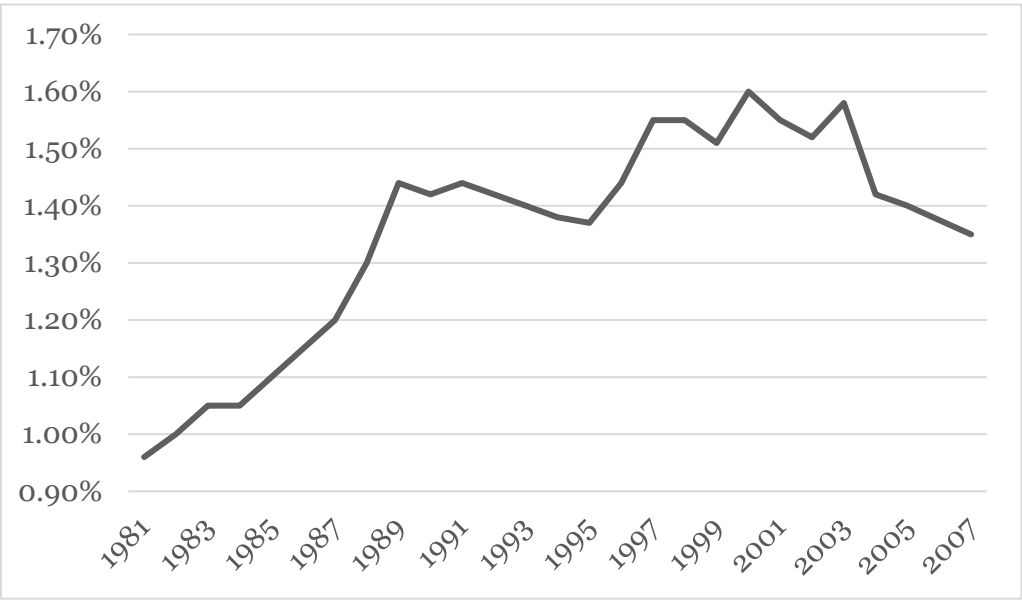


图 3 股票型基金费率(1981-2008)

成本管控或者成本领先战略意味着基金公司集中于将经济成本降低到比竞争对手更低的水平。成本领先的来源分为：规模经济、经验差异或学习曲线经济、低成本获取生产要素、独立于规模的技术要素以及政策选择。资产管理行业有一个重要的特点就是规模经济效应，资产管理规模的增大并不需要同比例增加人员的配置和提高成本。对于基金行业中的寡头公司，更有利于利用规模经济降低成本，例如，**BlackRock** 通过大量的收购并购，迅速成长并有效地降低基金的运营成本；另外学习曲线经济也使得很多公司得以随着过去累计管理资金和基金数量的增长，而在进行基金管理和发行过程中有更低的运营成本。随着公司规模增大，学习曲线成本不会随着累计产量的增加而增加。相反，学习曲线成本会随着累计产量的增加而下降，直至达到技术允许的最低成本（Jay.B.Barney,2011）；基金公司的生产资料或服务主要分为研究、交易、托管、会计和市场营销。这些服务提供商数量众

多，单类服务同质化较大，虽然供应商的议价能力较弱，但是由于充分竞争，基金公司很难获得低于行业平均成本的生产资料或服务。往往低成本的服务或生产要素主要来自于股东的支持，类似于渠道能力强的银行系股东可以让基金公司享用更加低廉的渠道营销；技术的进步让基金公司通讯和交易服务的成本下降，同时使用软件和硬件技术也让基金公司内部的成本得以进一步降低。**BlackRock** 一直重视技术运用，依靠技术提供解决方案，其开发的阿拉丁系统享誉全球。从 2015 年开始，**BlackRock** 开始收购智能投资公司，使用机器学习、人工智能和高级数据处理来推动投资的变革，使投资更加便捷、门槛更低、成本更省。2017 年以来，**BlackRock** 开始使用人工智能替代基金经理，裁减投资人员，节省费用。可以看出，对采用总成本领先战略的公司而言，技术将是体现成本控制优势的主要着力点；先锋基金最具代表性的内部资源与能力也是其在内部成本控制方面的优势体现。这种实践主要体现在以下两个方面：首先，由于以 **John C. Bogle** 为首的基金管理公司高层并不相信广告在吸引基金流入方面的实际作用，先锋基金得以成为业内第一个取消市场营销费用（即 12b-1）的基金公司，也就是说投资者在购买先锋集团的基金份额时无需支付任何的销售佣金。而这在其成本结构中，则体现为占主要比例的是用于提升工作人员服务质量的培训成本而非营销费用——数据显示，1997 年先锋基金的广告费用仅为 1100 万美元，远低于同年富达基金约 8000 万元的广告营销支出。而另一方面，除了取消营销费用以降低内部成本以外，先锋基金也在基金的运营和设施费用控制上做出了努力：1981 年，先锋集团的管理模式由外部基金经理主导改革至内部投资团队驱动，从而降低了集团的管理费用。此外，先锋基金的所有工作人员在出行时都不会选择头等舱，先锋基金也只有四处线下实体门店

以最大程度地控制运营成本。基金公司的成本优势的来源有先天和后天的因素，但是最重要的仍旧是该公司的政策选择。拥有成本领先的哲学是基金行业中成本领先公司发展的本质原因。先锋基金在创建人的这种哲学指导下改变了传统的基金公司组织构架，采取共同治理结构，即基金持有人同时又是基金公司的股东，从而在公司制度层面保证了实施最低费率的可能性。目前基金公司的治理结构分为两类：即传统公司结构与共同所有权结构（John C. Bogle, 2010）。在传统的治理结构中，基金公司的控制权与所有权完全分离，控制权往往属于一两个所有者而所有权则分散在成千上万的投资者，即基金持有人手中，而基金持有人与追逐高利润的基金公司所有者之间却恒久存在着尖锐的利益冲突——基金管理者为了使基金公司的利润最大化必然要导向高收费，从而降低基金持有人的实际收益。相比之下，共同所有权结构则达到了控制权和所有权的统一，即基金由其持有人拥有和控制，且完全根据持有人的利益进行运作，降低了管理费用和冲突成本。先锋基金开创并且维护的这种模式，使得基金公司的管理运行中，一切操作以最大化股东的利润为导向，从而最大程度上降低费率，降低成本。综合来看，基金公司成本管控的外在表现主要体现在产品的低于行业的总费率，其中包括管理费率，前后端费用（或申购赎回费）和 12b-1 费（在中国没有 12b-1 费用）。

尽管基金公司的首要职责是管理其投资组合，但是基金公司的强有力的销售能力和在销售上做出的付出，会很大程度上推动其资产管理规模的增加。基金尽管属于特别的金融产品，其销售仍旧受益于渠道的推广和广告的投入。Bergstresser, Daniel, John MR Chalmers, and Peter Tufano （2009）发现渠道费用和基金产品的销售额成正相关。通过

研究了 294 只在 *Baron* 杂志上刊登广告的公募基金产品，Jain, Prem C., and Joanna Shuang Wu. (2000) 发现广告的支出对于基金销售有着显著的正相关性。基金公司每年花费大量的资金在广告上，这些广告无不是让投资者相信公司能够提供让人值得信赖的金融服务 (Gallagher et al., 2006)。Gallagher et al. (2006) 发现广告对投资者流入有重要的影响，这种影响存在于整个产业、基金家族以及某只基金层面。在整个产业层面，资金流入在广告密集的月份显著更高，即使有些基金家族并没有做广告也如此；在基金家族层面，资金流入随广告支出呈现凸性关系；在某种基金层面，广告有效减少了赎回。进一步的研究发现广告能够影响流入—业绩敏感性，对于业绩较差的基金敏感性削弱，对于业绩较好的基金敏感性增强。有研究甚至指出，资产管理不是资产管理业的真正业务，聚集和保持资产才是。资产管理行业成功的关键要素正在从制造资产管理产品转移到发行资产管理产品 (The continuing evolution of the mutual fund industry, 1995, 1998)。

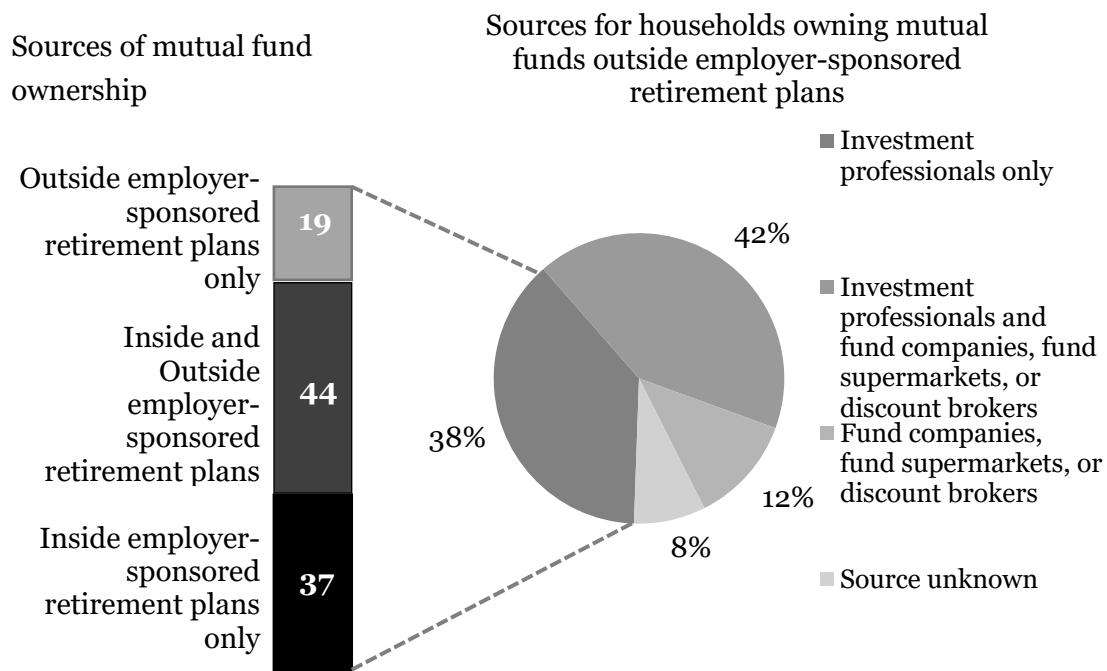
在美国市场，自 1980 年开始，美国基金推出 12b-1 费，用来支付基金发行和营销的费用。数据显示，从 1980 年以后，12b-1 的费率逐年提高，在 2000 年以来稳定在 0.58% 左右。

图 4 美国公募基金分销渠道份额

	1980	1984	1988	1990	1996	1998
年终基金（十亿元）	\$135	\$371	\$810	\$1,067	\$3,539	\$5,100
12b-1 费率	0%	0.08%	0.33%	0.36%	0.39%	0.40%
总年化分销费（十亿元）	\$0	\$0.10	\$0.85	\$1.20	\$4.40	\$6.50
	2000	2002	2004	2006	2008	
年终基金（十亿元）	\$5,425	\$5,382	\$7,170	\$9,823	\$9,580	
12b-1 费率	0.58%	0.59%	0.59%	0.58%	0.57%	
总年化分销费（十亿元）	\$15.10	\$14.50	\$20.20	\$26.60	\$21.40	

美国投资公司协会的调查发现，2004 年 12b-1 费用中的 92% 支付给了财务顾问和其他中介机构，6% 支付给了承销商，2% 被用于促销和广告。在基金的销售中，经纪人是很重要的一环。一些研究表明，经纪人能为投资者和基金公司都带来有价值的服务。

Christoffersen, Evans and Musto（2005）研究了基金公司的专属的经纪人和非专属的经纪人对基金公司和投资者的影响，他们发现基金公司专属的经纪人会为基金公司带来更多的产品销售额并且能减少赎回。对于投资者方面，虽然投资者对于非专属的经纪人付出的费用更多，但是非专属经纪人会在基金的赎回方面为投资者带来附加价值。



来源: Investment Company Institution "2017 factbook"

图 5 公募基金分销渠道份额

超过一半的美国基金都是通过财务顾问和中介机构出售，对于支付较多 12b-1 费用的公司，财务顾问和中介机构会更加努力地为其工作，尽力做好推销宣传。另外一方面，很少有基金公司拥有庞大的渠道，往往渠道资源是基金公司内生的自然禀赋。例如，来自于银行股东背景的基金公司就可以利用母公司的渠道资源。在中国，基金销售主要通过银行渠道，基金公司至少需要和银行渠道对半分成管理费收入。从经济角度而言，说明银行渠道在基金从管理到销售的价值链中的价值创造占比至少是 50%。工银瑞信基金的股东是中国第一大银行工商银行，在全国有众多的营业网点。工银瑞信基金利用母公司的渠道资源，在过去几年资产管理规模一直保持前十，在 2017 年剔除了货币基金规模之后，其基金资产规模排名行业第一。另一个案例就是天弘基金，天弘基金利用母公司的支付宝平台作为买

入其余额宝货币基金的入口，迅速将其货币基金做成中国最大的货币基金，同时目前其总规模也是行业排名第一。所以，股东背景隐含的基金公司的渠道资源，也是基金公司市场占有率的重要影响因素。

产品设计能力能最大程度上满足不同客户的不同需求。产品设计能力的匹配是基金公司竞争的核心之一，产品设计能力需要公司从管理层、产品团队和投研团队全方面的协作。管理层对产品团队的方案进行决策，然后配合基金经理发行产品。产品的设计能力源自于两个维度，一个是产品的宽度，另一个是产品的深度。从产品的宽度而言，一个公司的创新型产品的推出，会为其带来巨大的先发优势。例如第一个推出被动基金的先锋集团，目前已经成为世界第二大基金公司。在中国过去的十年中，提前布局货币基金的公司，相比没有货币基金的公司，公司管理总资产因为货币基金的贡献提升更多。另外，在 2006-2007 年和 2014-2015 年两个牛市中，发行足够多混合型基金的公司，都能利用牛市迅速形成规模的增长（见下图）。在产品的深度中，在单个投资方向或者基金种类以及风格下发行更加细分的基金，可以给客户更多的选择。Nanda, Vikram K., Z. Jay Wang, and Lu Zheng (2005) 研究了基金的费用结构，基金销售额和基金回报表现三者的关系。他们的结果建议公募基金可以给同一只产品提供不同的费用结构来增加基金的销售额。无论在中国还是美国，在二级市场，基金产品的数量都大于股票数量。但是在产品设计的竞争上，美国的基金产品种类远远发达于中国。美国 CRSP 数据库利用 Policy Code 将基金产品按投资标的物进行分类。在 2003 年至 2016 年这段时间内，CRSP 数据库提供了 Objective Code 以区分基金产品类型。Objective Code 主要以基金产品的投资风格和投资策略进行分类，共 215

种。相比之下，中国万得数据库依照投资标的的不同将基金产品分为股票型、债券型、货币市场型、混合型。此外还有一类保本型基金，其划分依据则为投资策略。中国的基金产品主要分为这 5 类，市场中并没有形成更加细致的分类。美国基金种类繁多，截至 2017 年底，数量最多的为股票型基金，达到 5798 只，占比 52.00%，其次为债券型基金 2718 只，占 24.37%。混合型基金 1556 只，占比 13.96%。货币市场型基金 602 只，占比 5.40%，保本型基金、衍生品基金等类型的基金数量较少，总计达 3.26%。在过去的 16 年中，2008 年为基金产品数量最多的一年，共计 19500 只，2002 年至 2008 年，基金数量逐年增长，在这个阶段产品大量发行，2008 年后基金产品总数量在逐渐下降，但各个类别的基金资产管理规模却创出新高。美国基金公司的竞争从产品的创新或设计能力上，开始演化到更注重产品的成本。产品的设计能力难以直接观测，但是可以间接地从该公司产品的发行数量，产品的多样化程度来进行测量。

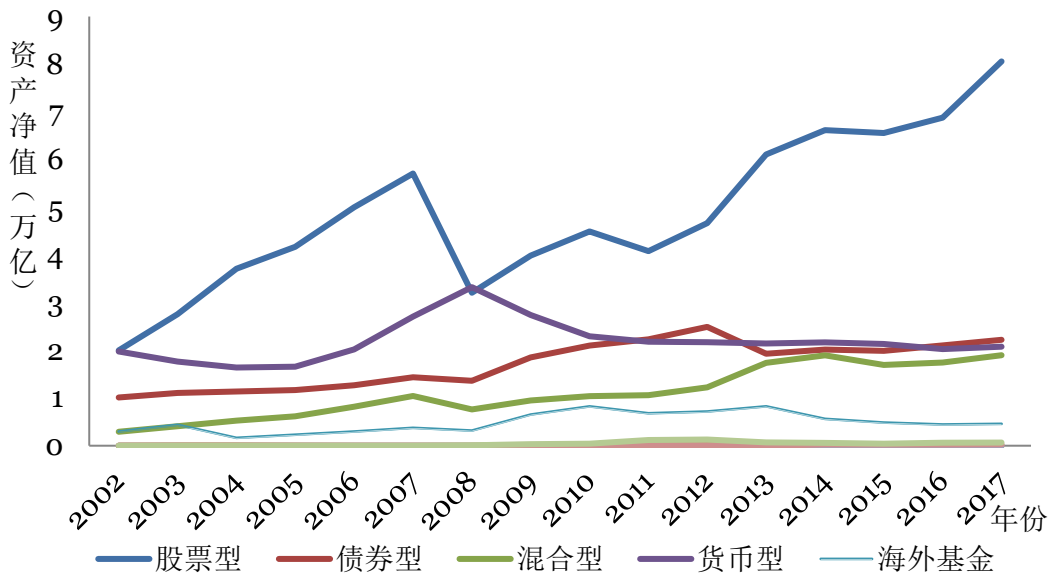


图 6 美国各类型基金资产净值

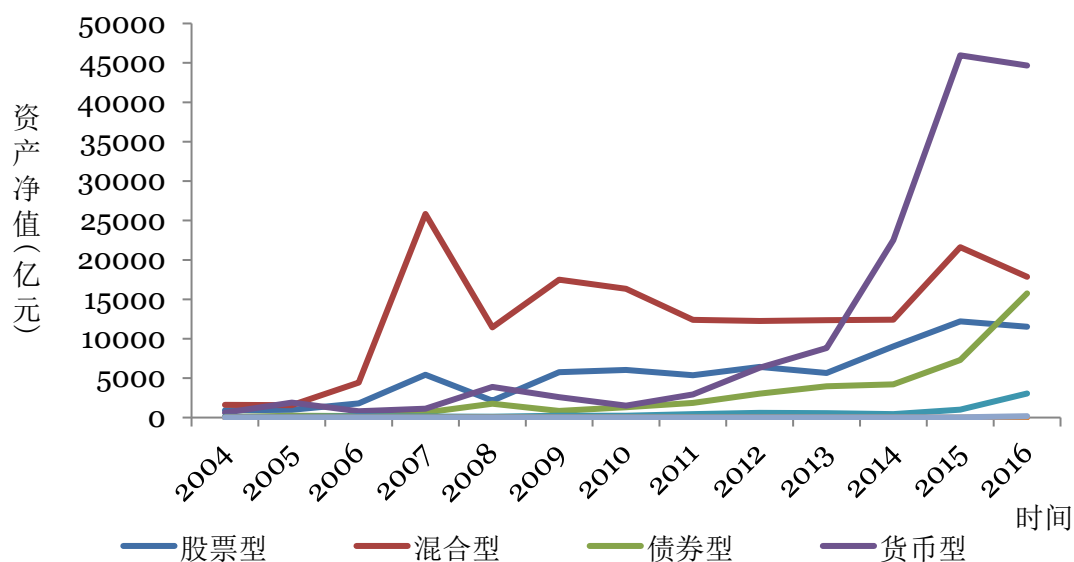


图 7 中国各类基金资产净值

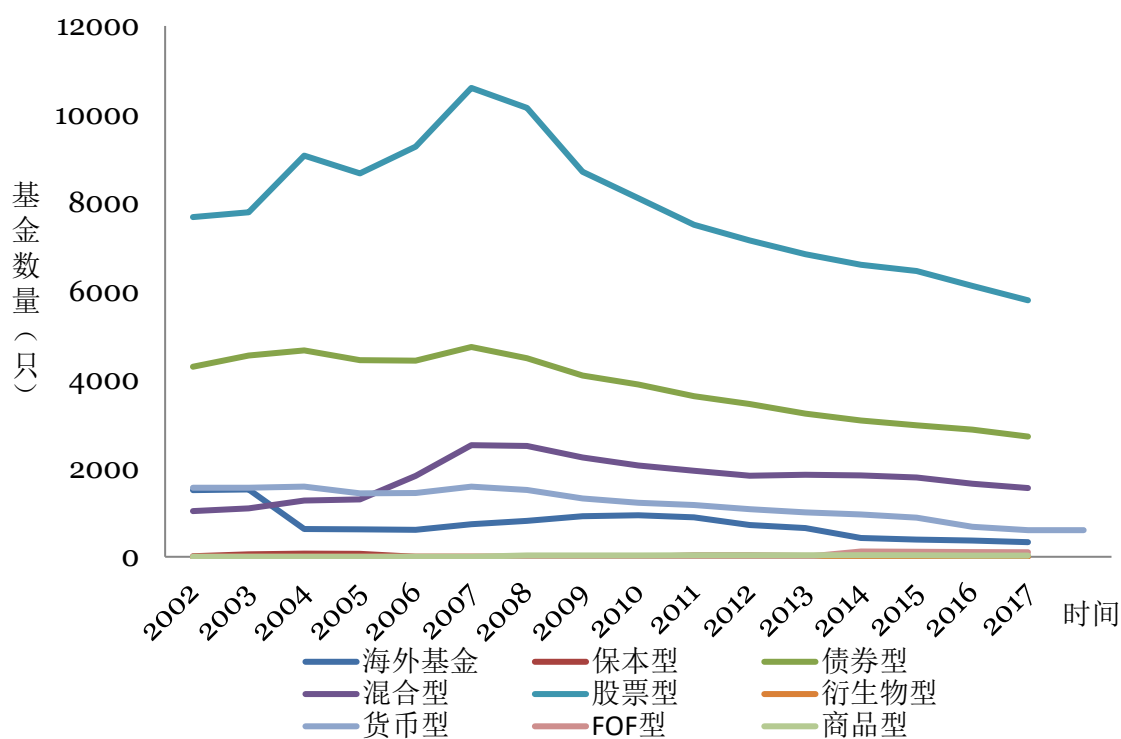


图 8 美国各类基金数量

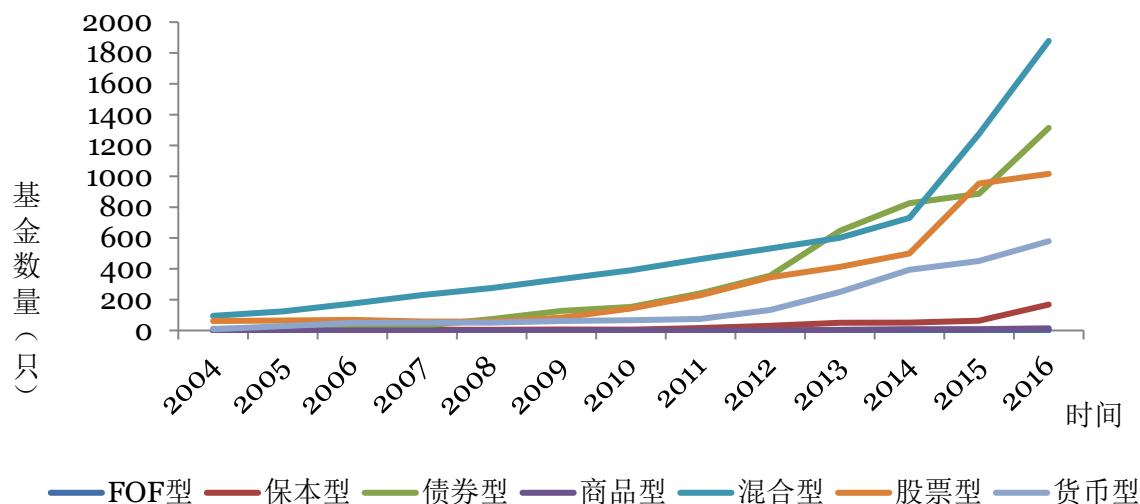


图 9 中国各类基金数量

(3) 战略分类和选择

一般来说，公司的战略决策分为两个方面：一是公司层战略，其中包括纵向一体化、多元化、战略联盟、兼并与收购和国际化；另一个是业务层战略，其中有成本领先、产品差异化、柔性以及隐形共谋（Jay B. Barney）。对于基金公司而言，公司层的战略中纵向一体化、多元化和战略联盟很少涉及，兼并与收购以及国际化战略一般是行业龙头公司在迅速扩张业务和在资本市场国际化的趋势下拓展国际业务时会采用的战略，例如，黑岩公司从成立至今大量的收购让其迅速成长，一些基金公司在海外市场或者新兴市场发行基金就是推行其国际化业务。但是在基金行业的竞争中，业务层面的竞争战略更为关键，基金公司的核心还是为投资者提供符合投资者风险偏好的投资产品，这也是本文研究的重点。

对于业务层面的竞争，波特在《竞争论》中给出了三种定位方式，以产品种类为基础的定位、以客户需求为基础的定位和以不同方式接触细分客户的定位。本文按照以产品种

类为基础的定位可以将基金公司分为最大的两类：主动管理型公司和被动管理型公司。两类公司包含着不同的投资理念和生产过程，投资者在它们之间选择的需求本质上仍取决于两类公司提供的产品是否能产生更高的费用剔除后的收益。根据前文的分析，主、被动管理基金公司面对的同业竞争主要来源于“质量”与“价格”两个方面。其中，“质量”竞争是通过相对较高的盈利能力来使自身产品与其他产品区别开来，增加投资者的购买意愿，因此，主动管理公司就要集合公司资源去追求超过对应指数的超额收益率，关键在于实现产品的差异化；而“成本”竞争是通过相对较低的经济成本来扩大市场份额，以量取胜，做到成本领先，降低产品费率，关键在于产品的价格。

对于主、被动不同类型的基金公司，结合其实际运行以及战略管理理论，本文可以将基金公司通用的实践战略总结为产品差异化战略和总成本领先战略两类：

（i）产品差异化战略

产品差异化战略是指公司通过增加顾客购买其产品或服务的意愿而获取竞争优势的经营战略，其核心在于改变消费者对于产品的单一感知。公司可以采取各种方法影响这类感知——例如改变产品特性，改变宣传方法等，这类行为也就被视为产品差异化的基础和来源。

诸多学者利用理论和实践经验上的研究已经形成了一系列使公司能够让其产品或服务产生差异化的方法，包括以下三类：（1）直接改变公司产品或服务的客观属性，包括关注产品特性、产品复杂性、产品引进的及时性以及位置等要素，从而创造差异化感知；（2）通过发展公司和客户之间的关系来创造差异化感知，利用产品定制化、消费者营销以及公

司声誉的建立而达成目标；（3）关注公司内部各职能部门之间或者各公司之间的相互联系，包括在公司内部职能部门之间形成“组合竞争力”、与其他公司形成战略联盟达成差异化合作、形成不同的产品服务组合、关注分销渠道、关注后续服务与支持的差异化程度等。为方便后续论述，笔者将以上三类差异化来源分别概括为产品端、宣传端与服务端。从理论意义上而言，面对这样一个全面涵盖了产品、宣传与服务的“战略工具箱”，公募基金公司在实际运营过程中完全可以借鉴部分差异性来源，为自己的基金产品形成多元化感知，从而达到建立竞争优势的目的。以下就从产品、宣传、服务三个层面试图给出差异化战略的具体途径。

产品端：公募基金公司在产品端的差异化运作又可以来自两个方面：一方面，公司将它们产品产生差异化的最明显方法是改变它们所销售产品的特性，主要方法有：第一、利用基金业绩在同类型基金产品中创造差异性，投资者购买和持有基金，最主要的目的是获取收益，对同一类基金产品来说，业绩好的基金一定更受投资者欢迎。对主动型基金而言，投资者最关注的是该基金能否创造出比其他同类基金更好的收益，投资者购买主动型基金就是对基金管理人主动管理能力的认可，因此，主动型基金业绩越好，越容易脱颖而出，也越容易形成差异化；第二、发售不同类型、不同主题的基金产品，或针对不同的市场环境、不同的风险偏好者开发分级产品等类型，优化基金产品线，满足投资者的多样化投资需求。另外一方面，创造产品差异化的另外一个途径是把握发售产品的时机——在适当的时候引进产品也可以创造产品的差异性，市场上的“先动优势”可以给消费者带来这样一种感知，即先行公司的产品或服务比其他公司的产品或服务更有价值。因此，公募基金

在发售新产品时需要注意市场热点与外部环境，把握消费者与市场情绪，择时择机发售新产品。

明星基金经理产品形成的品牌化是富达基金重要的差异化战略。在对基金产品的业绩上，富达基金曾采取过“成长型策略（growth-strategy）”，即定位于基金产品的业绩增长以吸引更多的资金流入，而为了取得尽可能高的超额收益。富达基金早期资金规模的快速扩张很大程度上受益于明星基金经理。以知名度较高的蔡志勇（Gerald Tsai）与彼得·林奇为例，在蔡志勇的建议下，1957 年富达基金发行了业内第一只激进型增长基金并在蔡志勇的管理下，该基金于当年取得了高于 50% 的回报率，从而吸引了大量的投资者进入，富达基金的规模跃居行业第一。而彼得·林奇的名字则与富达基金旗下的另一只明星基金联系在一起：麦哲伦基金。在彼得·林奇的管理下，麦哲伦基金每年跑赢标普 500 指数 26%，截至其退休之时，麦哲伦基金的规模达到 130 亿美元，成为当时美国规模最大的共同基金产品，同时也为富达基金带来巨大的声誉和良好的口碑。

宣传端：波特指出，大多数产品都兼具实体和信息两项要素，广义的信息要素，可以说是客户要获得并且使用产品以达到预期结果的一切信息（Porter, M. E., 2008）。传统意义上，产品的实体要素比信息要素更重要，然而随着信息技术的不断发展，通过信息要素的传播——即以合理合适的宣传方式构建潜在顾客对于产品的认知，以提升公司自我差异化的能力，越来越成为企业获取竞争优势的手段之一。

在实践中，互联网技术的深入发展同样也为公募基金公司进行消费者营销提供了技术上的可行性。一方面，基金公司可以通过自建官方网站进行推广和销售，打开网站直销通

路的同时更新相关的产品、基金经理、业绩信息，从而获取更多的消费者关注。另一方面，基金公司可以通过联系门户网站等线上媒体，进行广告投放，对品牌、新基金产品进行推广。但无论是官方网站建设还是第三方广告投放，基金公司整体的品牌推广思路都需要具备鲜明特点，通过短暂的广告语让潜在顾客产生基金购买诉求，与竞争对手形成差异化的产品感知，从而加强品牌推广力度。

渠道端：来自消费行业的实践经验表明，不同的分销渠道可以成为产品差异化的基础，乃至影响到产品市占率的变更。避开强势竞争对手具有传统优势的分销渠道，或开辟新的销售渠道都有利于公司产品形成独特的市场地位。而富达基金在渠道端服务形式上的创新也使得其在服务端同样能够形成领跑同行的质量优势。“无障碍投资、提升客户投资体验”一直是富达期望达成的服务目标——1973年，富达首创了上门服务的形式；1976年，富达基金又做出了通过免费电话销售基金的创新性举动；1981年，富达系统公司（Fidelity System Company）——专业管理富达基金电脑和电话线路系统的技术公司成立，为富达基金不断创新服务形式，提高服务质量提供了技术资源。

（ii）总成本领先战略

总成本领先战略，意味着公司集中资源将经济成本降低到比竞争对手更低的水平，从而形成经济优势。在费率降低的情况下，基金公司在收费水平可能走低的前提下要保持一定的盈利水平，否则就无法持续经营，这需要基金公司在组织结构、管理控制、技术手段等方面去巩固成本优势，例如，可以通过建立扁平化的公司结构，简单的报告关系，以及严密的成本控制系统，运用技术提高效率等方式来达到公司的成本领先目标。以数字技术

的运用为例——近年来，从投资研究到投资组合管理、从中台业务到运营部门、从客户服务到分销等方面，都在运用技术手段提高效率，有效降低成本。资产管理行业已经开始利用超强的数据处理能力，运用于投资分析、策略构建、风险控制、资产多元化配置等方面，改进投资和提高业绩。最近几年来，资产管理企业在缩减成本方面的压力与日俱增，因此尽可能压缩中后台成本是一个必然选择，数据技术的运用可以改进交易、会计、估值和客户服务，减少人工投入，降低成本；此外，数字技术还可以改进与客户的互动模式，更加准确和全面了解客户需求，从而提供更符合客户投资需求的多元化解决方案。

3.2 研究假设

对于基金投资者来说，购买基金是为了获取收益，因此收益率越高的基金，越吸引投资者的资金。已有部分研究表明良好的历史业绩表现会吸引更多的投资者。**Capon, Fitzsimons, and Prince (1996)**的实验数据显示仅仅四分之一的共同基金投资者在选择基金的时候将管理费作为一个较为重要的标准，其他投资者更关心基金的业绩表现和基金家族提供的其他服务。**Sirri 和 Tufano (1993)**、**Edelen 和 Warner (2001)**、**Berk 和 Green (2004)**的研究也均发现基金业绩与资金流入之间存在正相关关系。此外，**Khorana 和 Servaes(2011)**则从基金公司层面着手，实证结果表明业绩对基金公司的市场占有率有显著的正面影响。由此可以推测基金收益率越高，资金流入越多，基金公司的市场占有率也越高。基于以上研究，我们做出假设一：

H1: 收益率与基金公司市占率呈现正相关关系。

对于主被动不同管理类型的基金而言，被动管理基金追逐的是指数收益，不同基金之间的收益率差异不大，被动型公司定位于“成本领先”战略，即以低成本来吸引资金的流入；而与之相对，主动管理基金追逐的是超越市场的收益，主动型公司定位于“质量竞争”战略，即其差异化竞争的来源主要是基金产品的收益率特性的差异，以此吸引潜在投资者的资金流入。因此，相对于被动管理基金，主动管理基金的投资者会更关注其业绩表现。由此我们进一步做出假设：

H1.1： 收益率对主动型基金公司市占率的影响大于被动型基金公司。

基金的业绩是投资者十分关注的，而名列前茅的基金业绩更是受到大众的瞩目。现有大量研究发现明星基金对基金公司资金流入具有溢出效应（Nanda 和 Zheng, 2004; Del Guercio 和 Tkac, 2008; Khorana and Servaes, 2011）。对明星基金溢出效应的解释上，Khorana and Servaes (2011)指出这可能是因为搜寻成本的原因。更有趣的是，Sirri and Tufano（1998）发现表现强劲的基金在接下来的一年内能够吸引更多的资金，但是表现较为差劲的基金却不会承受同等程度的基金流出。换一句话说，投资者对表现好的基金更加敏感。这侧面指出即使大多数基金表现平平，只要有一只表现好的明星基金，一个基金家族就可以维持后续的资金流入。因此，我们假设业绩突出的基金能够使得基金公司更加出名，吸引更多的投资者的资金，从而扩大市场占有率，据此我们做出假设二：

H2： 拥有明星基金对基金公司的市占率有正影响。

对于主动基金，拥有晨星评级意味着其表现在同一时期内超越了同类基金，对于追求超额收益的投资者有更强的吸引力，能够促进后续的资金流入。即便对于被动基金而言，

晨星评级也非常重要，评级体现了其低廉的费率，较小的跟踪误差，甚至合理操作产生的超额收益。据此，我们基于假设二提出进一步假设：

H2.1：拥有明星基金对主动型基金公司的市占率的影响比被动型基金公司更大。

换手率对于基金公司的市场占有率的影响是相对间接的，而且与基金公司所处的资本市场竞争情况以及基金公司的投资理念相关联。一般而言，换手率都是对于单只基金而言的，换手率的高低是基于该基金的投资策略和管理人的偏好。但是对于一家基金公司而言，旗下产品整体而言体现出相对高或者低的换手率，很大程度上是由于公司管理层的业务战略导向所致。基金管理人不同于散户投资者，在一定程度上投资决定是需要一定的信息和研究支持的。对于主动基金管理人而言，它的每一次换手，可以理解为对新接收的“优质信息”的反应，比如研究发现一个预期收益率更高的证券，那么基金管理人卖出相对预期收益率低的证券，选择买入该证券。“优质信息”即 **alpha** 信息，依据新的 **alpha** 信息进行操作，就产生了换手。对于理性的主动基金管理人而言，换手率高就意味着“**alpha** 信息”的接收频次高。那么整个主动管理型基金公司旗下产品都出现相对同类产品较高的换手率，这是与全公司的投资研究体系以及整体基金经理获取“优质信息”的频率相关联。部分文献也发现高投资组合周转率在投资者看来是一种基金管理质量的体现：**Wermers(2000)**提出权益类基金的高周转率体现了卓越的选股能力。**Cremers** 和 **Petajisto (2009)**使用美国基金数据进行实证研究，也发现主动管理占比最高的基金业绩显著超越了市场基准，而且具有很强的持续性。假定基金经理的投资角色是理性的，那么一家公司体现出的高换手率，表明该公司对于信息处理的速度更快，研究覆盖更广。

对于被动基金管理人而言，换手首先是为了跟踪相应的指数，如果指数调出调入了若干证券，那么被动基金管理人也需要按照指数的调入调出进行买入和卖出。另外，有些被动基金为了减少指数跟踪误差，会设定一定频次的再平衡策略。该策略是为了应对建仓之后，有些证券由于涨幅或者跌幅过大，在组合中的比例过度偏离了指数中对应的比例。研究表明，进行频次越高的再平衡策略，可以远远跑赢 **Buy-and-Hold** 策略，即便在考虑调仓成本的情况下，尽量保持较高频次的再平衡策略（**Buy-and-Rebalance**）可以产生超额收益率（**Borodin, EL-Yaniv and Gogan, 2004**）。那么在被动基金管理人为理性的假设下，为了减少指数跟踪误差，进行更高换手的操作，不但与投资目标相符，而且可以产生更高的收益率。

总体而言，在基金管理人理性的前提下，或者一个公司中基金管理人的群体理性的假设下，高换手率无论在主动管理型基金公司还是在被动管理型公司中，都对超额收益率有一定的正影响，进而对资金流入以及基金公司的市场占有率有一定正影响。这个结论的有着强假设：基金管理人理性，或者公司中管理人群体理性（群体理性可以容忍其内部有不理性的个体存在，但是群里所体现的行为并不被不理性的个体影响，不理性个体如果称正态分布的概率出现，那么两两不理性的基金管理人会以过高以及过低的换手率互相抵消，例如很多经济模型中将群体定义为理性，但是允许群体中部分个体的不理性行为）。对于美国而言，资本市场已经处于半强有效的状态，非理性的或者“噪声交易”的基金经理和基金公司很难生存。“噪声交易”意味着要么基金经理所接收的“信息”其实是噪声，依据其交易并不能产生 **alpha**，要么基金经理接收的信息是“优质信息”，但其本人由于对于信息过度反应造

成过度交易。由于我们研究美国基金行业的时间段正是被动基金兴起的时段，主动基金被大量证明难以超越指数，那么在此环境下，具有“噪声交易”的基金经理群体应该已经被市场淘汰或者大多数被淘汰了，大多基金经理是理性的这个假设是合乎逻辑的。中国的资本市场处在弱势有效附近，资本市场整体不太成熟，公募机构投资者相对于市场中大量的散户有极大优势，基金经理群体产生阿尔法较为容易，所以他们整体趋于理性的假设也是合乎逻辑，且已经用业绩证明过。因此我们假设换手率越高，越吸引投资者的资金，因此市场占有率越大。由此第三个假设为：

H3： 换手率与基金公司市占率呈正相关关系；

H3.1： 换手率对主动型基金公司市占率的影响大于被动型基金公司。

Massa（2003）发现基金家族不仅在基金业绩上竞争，也在产品差异程度上竞争，因为产品差异化给投资者提供了在同一基金家族内无成本转换投资方向的机会，因而同样可以吸引投资者。因此，业绩竞争和产品差异化竞争对于基金家族来说是两种替代性竞争策略，一个基金家族越有可能通过产品差异化来吸引投资者，就越没有必要进行业绩竞争。因而 Massa 利用美国共同基金数据对产品差异度与业绩表现之间的关系进行了实证研究，研究结果表明基金家族提供的基金产品差异度越高，无论在基金层面还是基金家族层面其业绩表现均越差。Mamaysky 和 Spiegel（2002）关于公募基金产品设计的理论也指出，由于不同投资者对风险和业绩的偏好不同，基金家族应当提供多样化的投资风格，来满足投资者的不同策略。这意味着基金公司的产品类型越丰富，集中度越低，越能吸引更多的投资者，市场占有率越高。

而该假设同样能够得到来自战略理论的支持，前文提到学者概括了三方面产生差异化的方法，其中最直接的就是改变公司产品或服务的客观属性，包括关注产品特性、产品复杂性、产品引进的及时性以及位置等要素，从而创造差异化感知。如果将一个基金公司的所有基金作为产品整体来看，那么不同类型、不同主题的基金发售显然是通过多样化策略，提高产品复杂性，从而形成差异化竞争。而前文分析中也提到，相对于被动基金而言，主动型基金更关注产品端的差异化构建，因此，我们以赫芬达尔指数来衡量基金公司产品的集中度，做出假设四：

H4：集中度和基金公司市占率呈负相关关系；

H4.1：集中度对主动型基金公司市占率的负面影响更强。

一只基金的相对收益率一般由两部分决定，一部分是基金经理的选股能力，即基金经理能否获得比其他基金更多的收益，另一部分则是基金的费用，基金费用的多少会影响投资者的净收益。而 Carhart（1997）等文献发现在扣除费用的基础上，大多数基金经理并不能获得风险调整后的超额收益。考虑到以上发现，那么基金费用在很大程度上将决定一只基金的长期相对收益率的高低，因而影响投资者的投资决策。Wilcox（2003）的研究便证实了投资者在选择共同基金时会将价格列入考虑。Sirri 和 Tufano（1998）也发现资金流入受影响于基金的费率。

而对于被动管理型基金而言，如前所述，在收益率不存在显著差异的前提下，价格竞争下的总成本领先战略成为了选择的首要选项——由于公募基金公司并不类似于传统的制造行业具有清晰可定义的上下游，因此总成本领先战略所带来的经济优势主要集中于消除竞

争威胁——通过价格竞争策略，以低价产品扩大市场份额。在基金公司的实际运营中，则体现为发售低费率基金产品，以提升市场占有率。因此我们做出假设五：

H5：管理费率与基金公司市占率呈负相关关系；

H5.1：管理费率对被动型基金公司市占率影响更大。

尽管开放式基金可以自由申购赎回，但是为了鼓励投资者更多的投资、持有更长的时间，基金公司通常会根据投资者的资金量、持有的时间设立前后端费用。对投资者来说，有了前后端费用的限制，资金流动性降低，同时前后端费用的收取会降低投资者的投资收益，因此投资者就倾向于投资那些收取更加低的前后端费用的公司。Barber、Odean 和 Zheng（2005）的研究印证了这一点，他们还发现在做决策时对不同费用的敏感程度是不一样的，投资者对前端费用更敏感，基金的资金流入与前端费用成反比，与运营费用则没有显著关系。将运营费用拆开来看，他们发现基金的资金流入与 12b-1 费用成正比，与其他运营费用成反比。因此我们假设前后端费用和基金公司市占率呈负相关关系。

同样，我们认为前后端费用的降低是基金公司应用总成本领先战略的具体手段，对于取得回报较为一致的被动基金公司而言，前后端费用的变动对于资金的流入将更为敏感，因此我们做出假设六：

H6：前后端费用和基金公司市占率呈负相关关系；

H6.1：前后端费用对被动型基金公司市占率影响更大。

现有文献关于市场营销费（12b-1 费用）会如何影响基金公司市占率结论不一。12b-1 是根据美国《1940 年投资公司法》的规定，于 1980 年开始实施的收费制度。按 SEC 的解

释，允许免佣基金可以使用 12b-1 费用来支持其营销活动，以获取规模经济效益。这项费用主要用于补偿财务顾问或销售机构在基金宣传、打印、发送招募说明书以及打印、发送传单等方面的花费，支付的前提是基金的管理机构在基金发行时就已经参与了 12b-1 计划。12b-1 费用的收取最高限额是 1%。部分研究表明 12b-1 费用的确起到了一定作用，基金公司通过市场营销扩大自己公司的知名度，降低投资者搜寻成本，吸引了更多的资金流入（Sirri 和 Tufano, 1993; Barber、Odean 和 Zheng, 2005; Khorana 和 Servaes, 2011）。

对主动型基金公司而言，通过中介机构的推销宣传及广告推广，可以增加其产品的市场差异化特性，增强其产品的辨识程度，使投资者认知该产品，吸引投资者购买，提高购买率。市场营销费对投资者收益的负面影响小于其宣传推广效应的正面影响，与被动型基金公司相比，主动型基金公司在营销上的花销更大。而与此同时，12b-1 费用直接从管理资产内收取，作为总费用的一部分对投资者的净收益存在直接的负面影响。对被动型基金而言，费用等成本对被动型基金收益影响更大，投资同一指数的收益是一样的，投资者所得收益的差别在于费率，因此投资者倾向购买费率低的产品。由此我们做出假设七：

H7：市场营销费率与基金公司市占率呈正相关关系；

H7.1：市场营销费率与主动型基金公司市占率呈正相关关系，但是对被动型基金公司市占率有负影响。

四、研究方法

4.1 样本和数据来源

本研究的美国基金数据来源于 CRSP 数据库 (The Center for Research of Security Price), 该数据库提供了自 1961 年至今每家基金公司旗下每一只公募基金的信息, 包括基金名称、基金公司名称、投资风格、月度回报、每单位净资产、总净资产、费用率、换手率、前后端费用、基金的起止日期等等。该数据不存在幸存者偏见问题, 因为 CRSP 数据库包含了所有存续过的基金数据。明星基金的数据来自于晨星数据库。

本研究的样本区间为 2003 年-2016 年共 14 年, 56 个季度, 一共 1480 个基金公司的面板数据, 共有 89280 个观测值。因为部分基金公司在研究区间成立、解散或被收购, 所以该面板数据为非平衡面板数据。由于 56 个季度长度远远小于每个季度对应的上千家公司数量, 该数据属于短面板数据。

4.2 研究模型

本文通过基金公司的投资能力、成本管控能力、明星基金的溢出效应、整体换手率、营销能力、销售能力多个方面来解释基金公司的市场占有率。其他影响基金公司市场占有率的重要因素, 例如公司高管的管理能力、公司文化等, 它们对基金公司外在表现出来的战略选择以及直接的市场占有率有着重要的影响, 例如有能力的管理层通过公司投资流程设置和人员培训和招聘, 同时影响公司整体的投资能力。如果不在模型中加入这些因子, 回归分析中会出现内生性问题 (这些缺失变量同时影响某一个或多个自变量) 和缺失变量偏差, 另外可能会造成模型存在自回归现象 (当期的管理层能力和前一期的管理层能力高度

相关)和异方差现象。而这些因子难以用数据量化,对管理层能力难以量化的主要原因,一是美国一千多家基金公司大多不是上市公司,难以获取高管的基本信息,二是从已有的研究文献看,难以找到比较完善的量化方法。因此本文在接下来的模型中力求减少缺失这些因子造成的影响。另外,为了研究各个因子对于市场占有率的因果关系,本文对每个因子采用滞后一期处理,而市占率采用当期的数据。这样可以直观地得到前一期基金公司各个战略的选择和能力的提升在当期对其竞争结果的影响。由此构造了以下模型:

$\ln_mkt_share_{i,t}$

$$= c + \alpha_1 active_index_{i,t-1} + \alpha_2 adj_rtn_{i,t-1}(sharpe_ratio_{i,t-1}) \\ + \alpha_3 mgmt_fee_{i,t-1} + \alpha_4 tot_load_{i,t-1} + \alpha_5 fee_12b_1_{i,t-1} + \alpha_6 turnover_{i,t-1} \\ + \alpha_7 herfindahl_f_{i,t-1} + \alpha_8 is_five_star_{i,t-1} + \alpha_9 funds_started_{i,t-1} \\ + \alpha_{10} funds_number_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

为了研究基金公司在“产品差异化”和“总成本领先”两个战略下,各个因子的变化对基金公司市场占有率的影响,本文在以上模型的基础上对这两类公司进行分类,然后回归。

本文首先采用传统的最小二乘法(OLS)回归,然后采用可行广义最小二乘法(FGLS)进行估计。第二种方法的优点在于在估计过程中,可以控制面板数据存在的横截面异方差和一阶自回归,从而确保结果的准确性。

本文使用的数据统计软件为 STATA。

4.3 变量定义

（一） 因变量

基金公司的市场占有率： $\ln_mkt_share_{i,t}$ ，市场占有率的计算方法为每季度末基金公司 i 管理的公募基金资产总额（total net asset, TNA）和该季度末整个公募基金行业管理资产总额的比值：

$$mkt_share_{i,t} = \frac{TNA_{i,t}}{\sum TNA_{i,t}}$$
$$\ln_mkt_share_{i,t} = \ln(mkt_share_{i,t})$$

（二） 自变量

由于原始数据是基金层面的数据，所以本文需要对其进行加总计算构建基金公司层面数据，进而得出模型中自变量。首先，本文使用了对单个基金的数据进行管理资产规模加权的方法。这样的加权方式比基金数量加权更加具有经济学意义，指该基金公司“投资能力”，“成本控制”，“销售能力”等对每一美元（或一单位人民币）所产生的效果。其次，对于类似于收益率、费率等因子，本文采用其超出市场同类平均的数值。在一个行业的竞争中，某一项能力相对竞争对手平均值的高低是要比该能力对应的绝对值更有意义，因为消费者或者投资人是根据产品和产品之间，公司和公司之间对比做出决策。再次，由于不同投资标的的基金产品对应的市场结构、参与者结构和发展阶段的不同，超额收益率、管理费率、前后端费率、12-1 费等差异巨大，例如股票市场中超额收益的产生就要比货币市场中相对容易，而且超额收益产生的分布比货币市场超额收益更加离散。那么对于这种很难一一比对的情况，本文采用了对数据进行标准化处理的方法，将这些数据的分布统一成

正态分布，然后进行之后的计算和比对。这样对于单个公司在不同市场中体现的能力，可以直接进行对比。

美国与中国的数据源对于基金风格的分类有所不同。就中国而言，基金的风格是以投资标的为标准划分的，即基金分为股票型、债券型、货币市场型、混合型、FOF、商品型及保本型等七种大类；而在美国数据中，基金由股票型、债券型、货币市场型等第一层级被继续细分为第二层级；例如股票型基金，就以行业、市值、投资策略以及投资区域为标准细分了近五十类品种。基金分类层级不同的根本原因是中美两国的基金行业竞争程度不同。我国的基金行业自 20 世纪 80 年代末开始发展，据中国证监会的数据，截至 2016 年底，我国共有 108 家公募基金公司、3867 支基金产品，管理规模约为 9.16 万亿元。而美国基金业历经了近百年的发展，市面上有超过 10000 支基金产品，规模占全球近半数，在激烈的竞争环境下，基金管理公司若要占领更多的市场份额，必然要推出多样性的产品以满足投资者的偏好，并且在产品设计上具有区别于同类产品的异质性。当前，我国也陆续推出不同策略、风格、行业的产品，例如保本型、平衡型、科技型基金，基金产品分类从第一层级继续向第二层级细分，但产品在第二层级的区别上还不明晰，分类主要还是停留在第一层级上；而美国由于市场的成熟度高与竞争的白热化，第二层级上的基金产品与不同类产品有明显区别，基金产品的分类主要以第二层级划分为主。因此，在本文的数据处理过程中计算超风格平均的各类比率的步骤中，笔者对中国采取第一层级的分类方法，对美国采取第二层级的分类方法。

基金公司是否为主动管理型公司： $active_index_{it}$ ，该指标为 1 说明该基金公司是主动管理型公司，为 0 说明是被动管理型公司。本研究首先计算了基金公司主动管理产品资产占总资产比例 $active_pct_{it}$ ，根据其分布图可知，约 90%的基金公司的主动管理资产比例集中在两个极端值 0 和 1 附近。

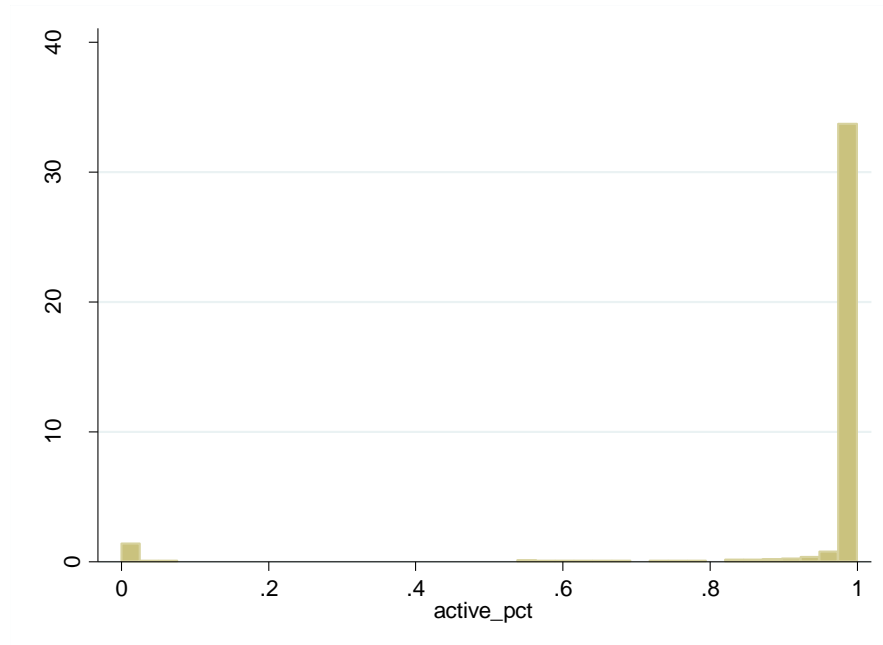


图 10 美国基金公司主动管理比例分布图

在本文中，笔者把基金公司的主动管理资产比例的偏向作为公司在成本导向和质量导向战略上的选择，为了更好地刻画基金公司的战略和其市场占有率的关系，本文根据主动管理的基金资产占其全部基金资产的比例，将基金公司分为主动型基金公司和被动型基金公司。当主动管理的资产比例大于 50%时，基金公司为主动型管理公司， $active_index$ 取值为 1，主动管理的资产比例小于 50%时，基金公司为被动型管理公司， $active_index$ 取值为 0。

基金公司的投资能力：

基金公司的超出风格平均收益的市值加权收益率： adj_rtn_{it} 。为简单起见，在后文用超额收益率来代表该指标。该指标是根据计算基金公司旗下的每一支基金相对该基金对应风格中全市场所有该风格基金的收益均值的超额收益率，然后通过市值加权计算得到的整个基金公司的总体超额收益。计算公式如下：

$$adj_rtn_{k,t} = \sum_{i=0}^N \{w_i [R_i - \sum_{j=1}^M \theta_j R_j]\}$$

w_i 是基金产品 i 的管理资产规模或市值在整个基金公司资产管理规模或市值中的权重； θ_j 是基金产品 j 在管理资产规模或市值在这类投资风格所有基金的管理资产规模或市值中所占的权重； R_i, R_j 是基金产品 i 和 j 当季度的净回报率。 M 是在某一类投资风格中的全市场基金产品的数量， N 是基金公司中基金产品的数量。Khorana 和 Servaes 在研究基金市占率的模型中使用该指标代表基金公司的投资能力，表达基金公司的每一美元的资产平均所产生的相对同类风格的超额收益率。这个指标有两个缺陷：首先该公式没有考虑资产所承担的风险，Markowitz (1952)定义投资者偏好低风险而高收益率的资产组合。另外，在其他条件相同的情况下，该公式使得股票或者高风险资产比例大的基金公司比偏债券货币等低风险资产比例大的公司的投资能力更高。例如，某家公司只有股票型基金，该股票风格平均收益率是 6%，该公司投资收益率是 6.5%，另外一家货币性基金公司只有货币型基金，货币基金的平均收益是 1%，该公司收益率是 1.5%。但是该算法会认为两家公司的投资能力相同，而没有考虑两类资产完全不同的风险和取得超额收益率的难度。

本文在此基础上做出两种改进：一是对于原始算法中每个风格下的超额收益率进行标准化处理，这样在不同资产类别的超风格平均收益率或超额收益就可以一一比对；二是本文加入市值加权的夏普比率，用来测量该基金公司中每一美元的资产对应的平均夏普比率。基金产品的风险由一个季度内（在中国部分时间长度为半年）所有交易日的日收益率的标准差年化后得到。

$$normalized_adj_rtn_{it} = \sum_{i=0}^N w_i \tilde{R}_i$$

$$\tilde{R}_i = \frac{ER_i - \overline{ER}}{\sigma_j}$$

$$ER_i = R_i - \sum_{j=1}^M \theta_j R_j$$

其中 $\frac{R_i}{\sigma_i}$ 代表对于单只基金而言，每承担一单位的风险，产生多少回报。

$$adj_sharpe_ratio_{it} = \sum_{i=0}^N w_i SR_i$$

基金公司的超风格平均的市值加权管理费： $mgmt_fee_{it}$ ，是指该基金公司中每一单位的资产，平均比同风格基金多承担多少管理费。

基金公司的超风格平均的市值加权前后端费率： tot_load_{it} ，是指该基金公司中每一单位或美元的资产，平均比同风格基金多承担多少前后端费率。前后端费用在基金购入和赎回时发生。为了将费用分摊到每一年，本文采用了 Khorana & Servaes（2011）的研究方法。他们根据基金持有人平均持有期限为 7 年，然后据此对前后端费率进行分摊，同时也使用了 8、9、10 年进行测试，对结果的影响一致。本文采用了 7 年的时间对前后端费

率进行分摊，即：

$$total\ load_{i,t} = \frac{front_end\ load + back_end\ load}{7}$$

基金公司的超风格平均的市值加权市场营销费率： $fee_12b_1_{it}$ 。该因子的计算方法与管理费率和前后端费率的计算相同。

基金公司的超风格平均的市值加权换手率： $turnover_{it}$ 。超额换手率的计算方法和前面几个因子相同。不同投资标的的基金产品的换手率也呈现系统性的不同，所以本文考量整个基金公司是否在旗下所有产品上都体现出较高或者较低的换手率。如果体现出系统性的高换手率，说明该公司的高换手是一种跨越基金产品的主动选择。

$$adj_turnover_ratio_{it} = \sum_{i=0}^N w_i \widetilde{TR}_i$$

$$\widetilde{TR}_i = \frac{ETR_i - \overline{ETR}}{\sigma_j}$$

$$ETR_i = TR_i - \sum_{j=1}^M \theta_j TR_j$$

基金公司产品多样性： $diversity_{i,t}$ 。基金公司产品多样性指一家基金公司所有不同的基金产品及其组合，通常从长度、深度、宽度（即产品总数、大类数量及子类产品的差异度）来衡量。本文结合基金公司的产品线中基金产品总数量（长度），从基金大类数量（宽度），基金产品季度收益率的离散程度（深度），基金产品季度波动率的离散程度（深度），基金产品管理费率的离散程度（深度）五个方面来反映单个基金公司产品的多样性。这里的离散程度本文用标准差来衡量。由于基金公司产品线对应的这五个指标在截面上的分布差异，本文对每一个指标进行截面标准化然后进行等权加总，相当于这五个指标的权重各为五分之一，

最后得到每个基金公司的产品多样性数据。

集中度（赫芬达尔指数）： $herfindahl_f_{it}$ 。集中度的计算方法为该基金公司，每支基金的资产比例的平方之和：

$$herfindahl_f_{it} = \sum_{i=1}^n \left(\frac{TNA(i)}{TNA(family)} \right)^2$$

该指标越大说明基金公司的产品越集中，少量产品占据大量的资产规模。

是否拥有明星的基金： $is_five_star_{it}$ 。当基金公司拥有至少一只在某投资风格中拥有晨星评级的基金， $is_five_star_{it}$ 取值为 1，否则为 0

新增基金数量： $funds_started_{it}$ 。新增基金数量即今年相较于去年新增加的基金的数量。

基金产品数量： $funds_number_{it}$ 。该变量表示在 t 报告期，i 公司所有基金产品的数量和。

五、数据描述及回归分析

5.1 数据描述

本研究样本的描述性统计如下表所示：

表格 2 描述性统计表

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	p50	Max
mkt_share	0.00142	0.00796	0.00000	0.00002	0.19459
active_pct	0.93872	0.21265	0	1	1
active_index	0.97557	0.15438	0	1	1
turnover	-0.20907	1.21057	-1.61321	-0.35277	34.16163
sharpe_ratio	4.05874	7.97907	-103.73840	3.78593	55.98710
abs_rtn(%)	-0.72563	1.60053	-19.50889	-0.71455	10.79878
mgmt_fee(%)	-0.07659	0.58506	-35.81112	0.01519	10.57375
tot_load(%)	-0.45755	0.68117	-1.97220	-0.33437	2.45834
fee_12b_1(%)	-0.52751	0.55750	-2.52593	-0.33250	2.62116
Herfindahl_f	0.54015	0.36100	0.01016	0.50236	1.00000
diversity	0.05086	3.05277	-3.45756	-0.79269	56.76968
funds_number	35.7090	99.1532	1	4	1365
funds_started	0.23215	2.10976	0	0	160
is_five_star	0.30590	0.46080	0	0	1

表 2 显示，本研究样本一共有 89280 个观测值，基金公司的市场占有率

（mkt_share）均值仅为 0.14%，且标准差较小，再次说明了基金行业中绝大多数公司的市场份额较小且差别不大。基金公司的主动管理变量（active_index）均值为 97.6%，说

明在样本中，以被动管理为主的基金公司占比较少。在数据中包括 `turnover`，`sharpe_ratio`，`abs_rtn`，`mgmt_fee`，`tot_load`，`fee_12b_1` 都是衍生指标，所以有小于 0 的数值，在上表中显示出来的量与该指标的原始值有一定差距。超风格平均收益的均值为 -0.73%，方差较大，说明整体来说业绩跑输市场平均，且最大值与最小值之间差异较大；超额前后端费用（`tot_load`）均值为 -0.209%，超额市场营销费用（`fee_12b_1`）均值为 -0.53%；超风格平均的换手率（`turnover`）的均值为 -0.209，标准差较大，说明各个基金公司之间的投资风格有一定差异；集中度（赫芬达尔指数，`herfindahl_f`）均值为 0.540，基金公司的产品呈现多样化；有晨星评级的基金（`is_five_star`）的均值为 16.96%，说明 16.96% 的样本拥有晨星评级基金；新增基金（`funds_started`）均值为 0.306；虽然平均每家基金公司拥有 36 只基金，但是基金公司拥有基金的中位数是 4 支，说明大多数基金公司拥有的基金数量并不多。基金数量最多的公司是富达基金，历史上最多拥有 1365 支基金。

对美国基金的研究中，本文对市占率取对数处理。这是由于在美国数据中，95% 的公司市占率在 0.56% 以下，也就是说在美国一千多家基金公司中，绝大多数公司的市场占有率不到 1%，绝对值很小，每个季度的变化率更小。不对市占率做放大处理很难表现出因子的变化对其影响。

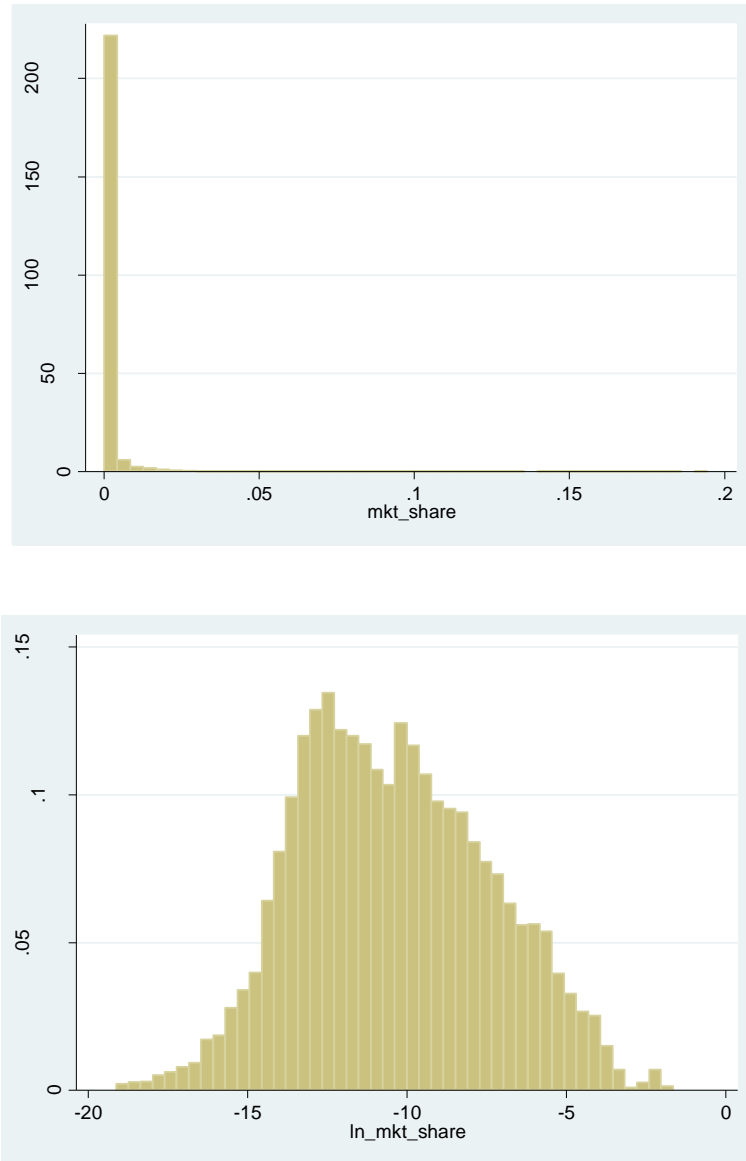


图 11 市占率绝对量与对数分布直方图

5.2 相关性系数检验

首先本文对各个变量之间进行相关性检验。**PEARSON** 检验要求各个变量为连续数据、正态分布且线性相关。但本研究的样本多个因子数据并非正态分布，因此使用**SPEARMAN** 相关性检验考察各变量之间的相关性。本研究的变量之间的**SPEARMAN** 相关性系数矩阵详见附录 A 表格 15。

5.3 回归分析

(一) 对美国基金公司市场占有率的回归分析

表格 3 OLS 与 FGLS 回归结果对比

VARIABLES	(1) OLS	(2) OLS	(3) FGLS	(4) FGLS
<i>active_pct</i> _{<i>i,t-1</i>}	-0.406*** (0.102)	-0.377*** (0.0898)	-0.322*** (0.0626)	-0.254*** (0.0506)
<i>turnover</i> _{<i>i,t-1</i>}	-0.405*** (0.0360)	-0.419*** (0.0331)	-0.0821*** (0.0180)	-0.104*** (0.0162)
<i>sharpe_ratio</i> _{<i>i,t-1</i>}	0.0203*** (0.00246)		0.00118*** (0.000316)	
<i>abs_rtn</i> _{<i>i,t-1</i>}		0.369 (0.528)		0.382*** (0.0632)
<i>mgmt_fee</i> _{<i>i,t-1</i>}	-0.549*** (0.0649)	-0.640*** (0.0564)	-0.111*** (0.0174)	-0.103*** (0.0142)
<i>tot_load</i> _{<i>i,t-1</i>}	-0.271*** (0.0321)	-0.268*** (0.0283)	0.0672*** (0.0243)	-0.0515** (0.0219)
<i>fee_12b_1</i> _{<i>i,t-1</i>}	0.0263 (0.0390)	0.0453 (0.0345)	0.137*** (0.0187)	0.0667*** (0.0212)
<i>herfindahl_f</i> _{<i>i,t-1</i>}	-3.036*** (0.105)	-3.158*** (0.0921)	-2.572*** (0.0744)	-2.740*** (0.0701)
<i>diversity</i> _{<i>i,t-1</i>}	0.136*** (0.00869)	0.135*** (0.00808)	0.0196*** (0.00248)	0.00661*** (0.00182)
<i>funds_number</i> _{<i>i,t-1</i>}	0.00463***	0.00465***	0.00649***	0.00637***

	(0.000162)	(0.000146)	(0.000107)	(9.88e-05)
<i>is_five_star</i> _{<i>i,t-1</i>}	1.099***	1.095***	0.113***	0.0639***
	(0.0402)	(0.0356)	(0.0102)	(0.00782)
Constant	-8.542***	-8.387***	-7.520***	-7.417***
	(0.109)	(0.0949)	(0.0649)	(0.0535)
Observations	6,549	8,471	6,544	8,462
R-squared	0.682	0.676		
Number of company_id			332	335

Standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

OLS 回归模型（1），（2）的结果显示模型中的自变量对因变量基金公司的市场占有率的解释程度能达到 67% 以上，解释程度相对较强。其中，模型（1）比模型（2）少将近 2000 条数据。这是由于在计算夏普比率时日收益率数据记录缺失。在数据库日收益率记录上，部分基金的单个季度内的所有日收益率数据都相同，即该季度日收益率没有波动，标准差为零，导致夏普比率无法计算。单支基金日收益率不发生波动的概率极低，这可能由于该段时间内基金收益率数据没有日度频次的记录，数据库后期进行季度收益率回填而造成的情况。结果显示，主动管理比例、换手率、管理费率、前后端费率以及集中度与市占率负相关，夏普比率、超额收益、12b-1 费用、产品多样性以及明星因子对市占率有正影响。其中，超额收益和 12b-1 费用的影响不显著。由于存在部分无法量化的因子（如企业文化、管理层能力等），并且这些因子有可能会影响其它自变量，所以回归有可能存在内生性问题。另外，缺失的变量对于不同公司的影响程度不同，当市占率的观测值变化

时，这些变量会对被解释变量产生不同程度的影响，从而导致异方差。而管理层能力等缺失变量在相邻的时间点有很大程度的相关性，若这些因子存在于残差中，则会造成残差在相邻的时间点不独立，产生自回归问题。结合上面的分析，本文进一步检验 OLS 回归结果是否有多重共线、异方差和自相关。

本文使用了 VIF 检验回归结果是否有多重共线。结果如附录 2 的表格 15 和 16 显示，方差膨胀因子皆小于 10，根据经验规则，可以认为模型中没有严重的多重共线性。

对于异方差的检验，本文采用了 white test，结果如附录 A 表格 15 和 16 所示。OLS 回归的两个模型的检验的 P 值都为 0，说明拒绝同方差假设，即 OLS 模型（1）和模型（2）的回归结果都有异方差。

模型（1）和模型（2）的回归残差与残差滞后项的散点图如图 12 所示。从两个回归结果的散点图中可以看出，扰动项存在明显的自相关性。

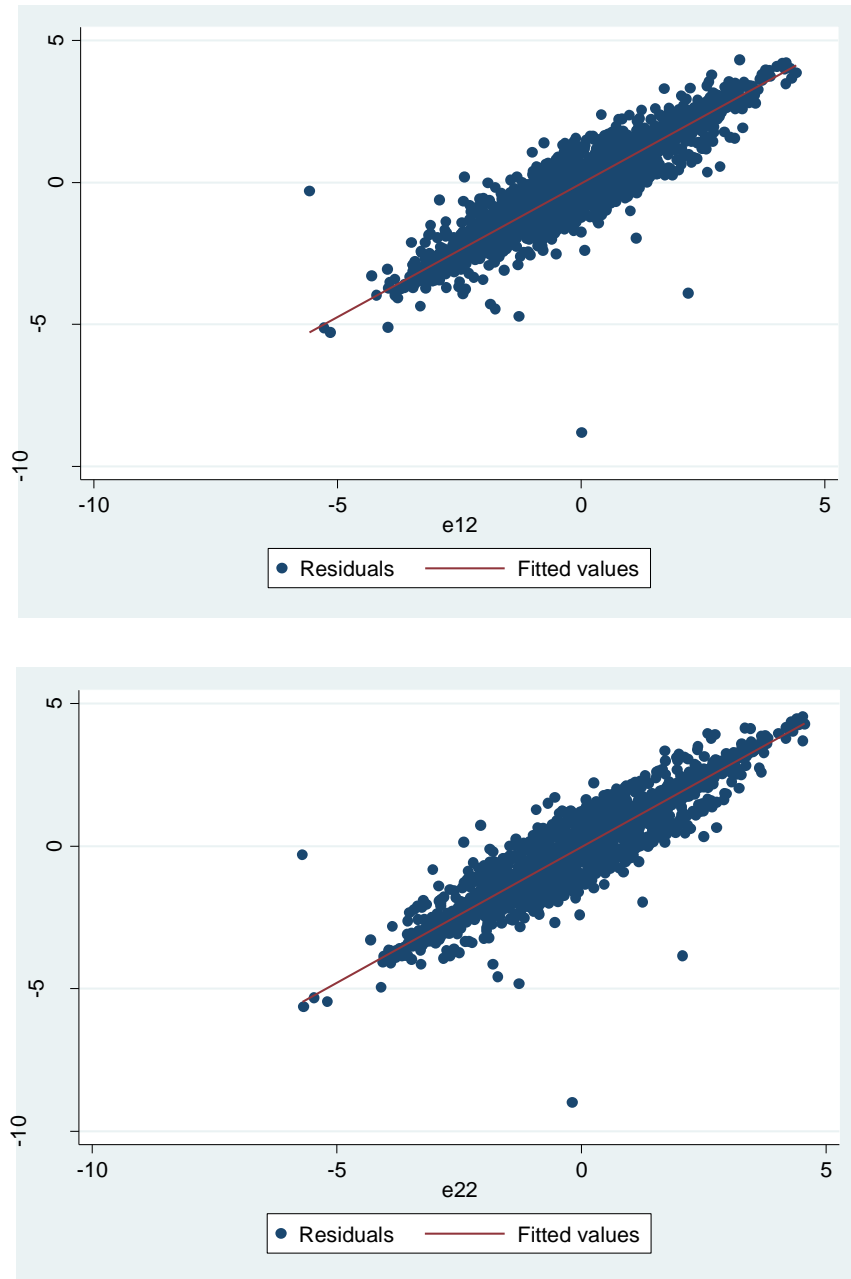


图 12 OLS 回归残差与残差滞后项散点图

由于 OLS 回归模型（1）和模型（2）有异方差与自回归问题，由于残差项包含了所有无法用解释变量解释的各种因子对市场占有率的影响，如果被略去的某一（或某些）因子随着观测值的不同而对市场占有率产生不同的影响，就会导致异方差性。例如文中回归的扰动

项包含了管理层能力、企业文化这两个无法量化的因子，而这两者在费率不同水平的观测值上会对市占率有不同程度的影响，低费率的公司要求管理层有很强的成本管控能力、组织领导能力，而高费率的公司对此的要求相对更低。扰动项在不同水平的解释变量观测值对因变量产生不同程度的影响（因变量在不同水平的解释变量观测值弹性不同），因而产生异方差性。异方差最严重的后果是模型的预测作用可能会遭到破坏，因此，为了解决异方差和自回归问题，本文采用 **FGLS** 计量方法对数据进行回归。先用样本数据一致地估计残差项方差的形式，再通过估计的方差形式转换残差项使其符合同方差的假设，再使用 **GLS** 估计。但由于 **FGLS** 估计方法将变量进行转换（例如通过函数转换），导致转换后变量不一定有常数项，平方和分解公式不适用，也就导致在 **FGLS** 中拟合优度（**R-squared**）无法测量。

回归结果如表 3 的模型（3）、（4）所示。从回归结果可以看到，之前在 **OLS** 回归中不显著的超额收益因子和 **12b-1** 费用因子在 **FGLS** 回归中变显著了，而且是在 1% 的水平上显著。其余大部分因子的符号与显著性与 **OLS** 不变。

表格 3 的 **FGLS** 回归模型（3）和（4）分别对应夏普比率和超额收益两种指标来衡量基金公司的投资能力。两个模型结果基本一致，仅有细微的差别。说明无论用夏普比率还是超额收益来衡量基金公司的投资能力，各个因子对市占率的影响都是稳定一致的。

模型（3）和模型（4）中 $active_pct_{i,t-1}$ 系数均为负，说明在其他条件相同的情况下，被动型基金公司的市场份额更大。这与近 10 年来被动型基金发展迅猛的现象相吻合，而且大多数被动型基金公司都具有较大的规模，类似于先锋和 **BlackRock**。偏向于被动产品的基金公司，一般以成本领先战略为公司主要战略定位。在基金行业中，规模经济

的效应需要这样的公司有足够大的规模，才能降低成本，所以一般被动产品占比大的公司规模也大。

模型（3）、（4）的结果显示无论是基金公司整体业绩夏普比率还是超额收益率都与基金公司的市场占有率呈正相关关系，而且都在 1% 的水平上显著。这个结果符合本文的研究假设 H1：基金公司的投资业绩和其市场占有率呈正相关关系。这个结果也从基金公司层面印证了大多数学术研究结果：基金产品较高的业绩会吸引更多的资金流入，进而增加其资产管理规模。在本文模型中的投资业绩指标代表一个公司整体的超同类基金的超额夏普比率和超额收益率。一个公司的整体业绩不是取决于单一的某一只基金，而是取决于整个公司各个产品的优良表现。仅仅一只明星基金的优秀表现不一定能让公司所有产品业绩都表现好。公司旗下所有产品都能持续表现出超越平均水平的业绩，就代表了公司优秀的投资能力。并且，这种投资决策能力、信息沟通传递处理的能力是可以在不同产品上复制的，可复制性就需要公司的研究流程、投资流程的专业和体系化。整个基金家族旗下所有产品都表现出持续的超额优良回报，很大程度上来源于管理层自上而下对于研究流程、投资流程、人力资源的战略性把控和管理。另外，优秀业绩的外在表现也可能来自于公司管理层对于优秀基金经理和研究人员的培养和聘用。

换手率方面，两个模型都显示基金公司总体超额换手率越高，市场占有率越低。这与第三个假设 H3 不符。笔者推测原因可能有：一方面，高换手率对机构投资者收益的负面影响很大。从交易成本的角度而言，在美国股票市场，每一笔交易都会产生资本利得税和交易成本，高的换手率会产生较高的费用。美国是一个半强有效的市场，通过高换手率换

取超额收益的难度很大，也很难抵消交易成本。并且，在美国，机构投资者是资本市场的主要参与力量。虽然各机构都是依据理性决策而买入卖出证券，但这些机构作为一个整体来讲可能无法产生超额收益率——任何机构所赚取的超额收益是以交易对手的超额负收益为代价的。因此，在市场中追求超额收益的整个群体实际上是在参与一个负和游戏，参与机构赚取超额收益非常困难，高换手还会侵蚀他们长期的回报。如果基金公司旗下产品整体都体现出高换手率，可能会影响旗下基金的整体收益，进而造成资金流出。另外一方面，从基金投资者偏好角度而言，大型的基金管理公司资产大多来自机构客户如养老金、企业年金等，这些机构客户偏好低换手率、稳定回报的基金产品。从实际情况看，过去十多年美国基金市场上资金净流入最多的被动型产品，几乎都是买入并持有策略。因此从过去的趋势上讲，客户实际反向地选择了低换手率的产品和公司。对于资产管理规模大的基金公司或者旗下基金，每一次换手都会带来巨大的冲击成本，低换手也符合他们的投资纪律约束。

基金的费率方面，不同类型的费率对基金公司市占率呈现出不一样的影响。管理费率、前后端费率对基金公司的市占率均有负向影响，市场营销费对全部基金公司市占率有正影响。除了前后端费率在 5% 水平上显著以外，管理费率和市场营销费率均在 1% 水平以上显著。本文的研究假设 H5、H6、H7 得到了验证。投资者购买基金获得的绝对收益等于收益扣减他所付出的成本。成本是投资者购买基金决策中的重要一环（Wilcox，2003）。同等情况下，费用低的基金投资者可以获得更高的回报。美国基金业在 2000 年以来进入了明显的价格竞争的阶段，管理费率呈下降的趋势。在此期间，主动型基金的资

金净流出和被动型基金的资金净流入更加剧了行业中的价格竞争。同时，随着投资者的成熟，他们也更加关注基金费率。对于管理费率而言，本文的研究和前人实证结果相同，管理费率较高的基金公司会对市场占有率产生负向影响。管理费率的竞争是基金公司成本管控能力最直接的竞争。降低管理费会直接导致基金公司收入减少，但又能一定程度上吸引新的资金进入，给投资者实惠。管理层需要在这种矛盾的决策中，结合市场环境和内部资源做出最优决策，在降费率的压力下，同时保证资产规模上涨，给股东的回报增加；前后端费用在一定程度上使得基金公司对投资者或资金的流动性要求有反向选择的能力。在模型（3）和模型（4）中，前后端费用虽然都显著，但是出现了不稳定，在模型（3）中为正，在模型（4）中为负。模型（3）和模型（4）唯一不同的是投资能力变量中使用了夏普比率，出现不稳定的原因可能是模型（3）使用的夏普比率的数据量比模型（4）使用的超额收益数据量少近 2000 个，导致了因变量与自变量的关系不稳定；从两个回归结果可见，12b-1 费用对基金公司的市场占有率有正向影响，并且在 1%的水平上显著。这与本文的假设 H7 完全吻合，也与大量的学术研究结果吻合。基金公司通过营销可以让投资者相信公司可以提供让人信赖的金融服务，并且对于基金家族和单支基金而言，都具有对资金流入的正向影响。在美国，90%以上的 12b-1 费用都是付给了中介渠道。对于支付较多营销费的公司，财务顾问和中介机构会更加努力地为其做好推销宣传工作，增加资金流入，提高公司的市场占有率。从市场的实际情况看，自 2008 年金融危机以来，美国股市处于慢牛行情，以指数为投资标的的被动型基金收益超过大多数主动型基金。不仅美国如此，自 2011 年至 2016 年，欧洲 80%的主动型权益性基金收益低于行业平均水平，令投资者

大失所望。再加上指数型基金的低费率和低成本，吸引了越来越多的投资者购买被动型基金。被动型基金的普及程度不断提高，加大了资产管理行业在降低费用方面的压力，在被动型基金的引领下，主动型基金公司也在逐步降低费率，收费降低成为行业趋势，结果导向逐渐改变了市场格局。

基金公司的产品多样性、集中度和产品总数量三个因子在一定程度上是描述基金公司的同一能力属性，即产品设计能力。换言之，产品数量越多，集中度越低，产品越多样化，能够满足越多不同投资者的需求，市场占有率越高。两个模型的结果符合假设 H4：产品集中度与基金公司市占率呈负相关关系，产品多样化和市占率呈正相关关系，并且在 1%的水平上显著。从 2002 年到 2008 年之间，美国基金总数量大幅增加，期间各种类别的基金创新和新发行数量增加。在这个过程中，创新性的产品可以直接带来资金的流入，产品的深度可以给投资人更多的选择来匹配他们不同的偏好，而产品的广度和宽度可以让投资者在基金家族中以较低的成本在不同产品中选择或者置换。而公司产品设计能力的提升需要从公司管理层、产品设计部门、投资研究部门以及市场部门统一协作，自上而下制定产品战略，结合自身资源，最大程度满足客户的投资需求。

本文的回归结果也证实了明星基金与基金公司的市场占有率显著正相关，这和本文的研究假设 H2 相符。明星基金业绩突出，不但能为自己吸收更多的资金流入，而且在一定程度上起到了宣传公司的作用，产生溢出效应。

（二）标准化 FGLS 回归分析

为了进一步比较不同因子对于基金公司市占率的贡献程度，本文对所有因子进行标准化处理，然后进行 FGLS 回归。所有因子都做了标准化处理（减去均值除以标准差），因子本身相对的大小并没有改变，只是量纲发生了变化，所以回归的显著性和符号的正负并没有改变。通过这样的变换本文就可以得出，对于公司某些能力的同样幅度（或者难度）的提升，哪些因子对于市场占有率的提升的作用更大。相对于绝对量的回归分析，标准化后的回归结果更加具有实践意义。不仅指出了某些因子的显著和正负关系，而且可以帮助决策者得出某些因子或者公司能力的提升对于市场占有率有更大的作用，指导其将有限的资源投入到对于竞争力提升最有效率的方向。

表格 4 FGLS 标准化回归结果对比

VARIABLES	(1) FGLS <i>std_ln_mkt_share_{i,t}</i>	(2) FGLS <i>std_ln_mkt_share_{i,t}</i>
<i>std_active_pct_{i,t-1}</i>	-0.0225*** (0.00438)	-0.0178*** (0.00354)
<i>std_turnover_{i,t-1}</i>	-0.0328*** (0.00720)	-0.0416*** (0.00647)
<i>std_sharp_ratio_{i,t-1}</i>	0.00310*** (0.000834)	
<i>std_abs_rtn_{i,t-1}</i>		0.00492*** (0.000815)
<i>std_mgmt_fee_{i,t-1}</i>	-0.0216*** (0.00340)	-0.0202*** (0.00277)

<i>std_tot_load_{i,t-1}</i>	0.0152*** (0.00549)	-0.0116** (0.00495)
<i>std_fee_12b_1_{i,t-1}</i>	0.0253*** (0.00346)	0.0123*** (0.00391)
<i>std_ln_herfindahl_f_{i,t-1}</i>	-0.307*** (0.00888)	-0.327*** (0.00837)
<i>std_diversity_{i,t-1}</i>	0.0199*** (0.00252)	0.00670*** (0.00184)
<i>std_funds_number_{i,t-1}</i>	0.220*** (0.00361)	0.216*** (0.00335)
<i>std_is_five_star_{i,t-1}</i>	0.0172*** (0.00155)	0.00973*** (0.00119)
<i>Constant</i>	0.459*** (0.00989)	0.508*** (0.00916)
Observations	6,544	8,462
Number of company_id	332	335
Standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1		

从上表的回归结果来看，结论主要分为以下几个方面：一、对于市场占有率绝对影响最大的因子是基金公司产品集中度（赫芬达尔指数）和基金数量，回归系数分别在-0.3 和 0.2 左右。从实际情况看，规模越小的公司，一般基金数量越少，而集中度大；规模越大的公司，一般基金数量越多，集中度越小。在本文的样本考察期内，美国基金行业集中度提高，强者越强，规模所产生的从规模经济到市场影响力的直接竞争力对基金公司的市占率提高起着最重要作用。二、除了上述两个因子之外，对于市场占有率影响最大的因子就是换手

率，它的系数达到了-0.04。说明在美国市场中，整体高换手对于市场占有率的负向影响非常大。从投资者或者客户的角度而言，机构客户和逐渐成熟的个人客户都偏好抵换手的公司，而抵换手也往往对标价值投资。美国的资本市场已经达到了半强有效，大量研究证明技术指标在美国股市已经失效，高换手的科技类投资已经无法产生超额收益，同时要承担巨大的交易成本，包括资本利得税和交易佣金，仅有通过基本面投资才可能产生超额收益。

三、基金公司的管理费和 12b-1 费的影响基本相同，绝对值都在 0.02 左右。这说明了一个有趣的现状：即便在美国这样的成熟市场，基金行业中资产的成本管控和基金的销售仍旧是同等重要。四、前后端费用、基金的产品差异度和明星基金对于市占率的影响程度基本一致，系数绝对值都在 0.01。在 2000 年之前，美国基金公司就经历过前后端费用大幅降低和收费模式改革，公募基金的明星基金难以保持之前的优秀业绩，一些基金经理出走对冲基金而渐渐淡出公众视野。所以基金行业中前后端费用和“造星运动”的竞争有效性就渐渐降低。而 2008 年之后，产品创新引发的基金数量大幅增加的 trend 结束，基金数量开始下降，集中度提升，所以产品差异度的竞争到了 2008 年以后就进入竞争的中后期，转向了偏向成本的竞争。五、对于基金公司的投资能力的体现——夏普比率和超额收益率而言，是对市场占有率绝对影响最小的因子。两个因子的绝对值仅有 0.003 和 0.005。在美国资本市场，市场有效性接近半强有效，作为整个公司而言，整体的投资业绩出众的概率较小，而且要保持持续出众的业绩极其困难，虽然基金公司的投资能力仍旧是公司的核心竞争力，但是行业发展使得投资能力仅仅是优秀基金公司的必备条件，却不是必然结果。目前美国基金行业的竞争已经从业绩竞争、产品竞争转向了成本竞争，同时销售和渠道竞争同样重

要。

（三）对主动型、被动型基金公司的回归分析

如前所述，在过去的十多年中，美国基金公司已经出现了战略分化——以产品差异化为核心竞争战略的主动型公司和以成本领先战略为核心的被动型公司。本文首先根据主动资产管理比例 $active_index_{i,t-1}$ 将美国的所有基金公司分为主动型和被动型，然后分别对它们回归模型中的因子做标准化处理，使得变量的值域相同，最后进行 FGLS 回归。经过这样的处理，本文可以获知不同战略下各个因子对于市占率影响的差异。

表格 5 主被动型样本的 FGLS 回归结果对比

	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	Active	Passive	Active	Passive
$active_pct_{i,t-1}$	0.0105 (0.00656)	-0.102*** (0.0329)	0.000948 (0.00645)	-0.0904*** (0.0273)
$turnover_{i,t-1}$	-0.0235*** (0.00707)	-0.194*** (0.0449)	-0.0374*** (0.00613)	-0.115*** (0.0314)
$sharp_ratio_{i,t-1}$	0.00313*** (0.000816)	0.00443 (0.00842)		
$abs_rtn_{i,t-1}$			0.00489*** (0.000833)	-0.000783 (0.00246)
$mgmt_fee_{i,t-1}$	-0.0258*** (0.00340)	-0.0276 (0.0539)	-0.0204*** (0.00275)	-0.0583 (0.0358)
$tot_load_{i,t-1}$	0.00465 (0.00531)	-0.0325 (0.0298)	-0.0169*** (0.00499)	-0.0595** (0.0236)

<i>fee_12b_1_{i,t-1}</i>	0.0255*** (0.00397)	-0.0614** (0.0285)	0.0156*** (0.00391)	-0.0300 (0.0248)
<i>herfindahl_f_{i,t-1}</i>	-0.311*** (0.00897)	-0.244*** (0.0570)	-0.323*** (0.00830)	-0.231*** (0.0486)
<i>diversity_{i,t-1}</i>	0.0209*** (0.00268)	0.0267*** (0.00839)	0.00607*** (0.00196)	0.00684 (0.00495)
<i>funds_number_{i,t-1}</i>	0.217*** (0.00354)	0.256*** (0.0238)	0.218*** (0.00330)	0.182*** (0.0188)
<i>is_five_star_{i,t-1}</i>	0.0152*** (0.00155)	0.0134 (0.00843)	0.00945*** (0.00121)	0.000420 (0.00519)
<i>Constant</i>	0.465*** (0.00968)	0.212 (0.144)	0.511*** (0.00919)	0.505*** (0.121)
Observations	6,248	290	8,092	367
Number of company_id	323	20	329	20

Standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表格 5 的结果中，基金公司产品集中度和产品数量两个因子无论对于主动基金公司还是被动基金公司而言，影响都是最大的。在主被动两个战略下，基金公司的前一期的相对大的规模和影响力都会给这一期的市场占有率产生较大的正影响。

产品的多样性对于两种战略下的基金公司而言同样重要，无论是主动还是被动偏向的基金公司，其产品的多样化程度越高，越能够满足投资者的不同偏好，吸引更多的投资者，扩大市场份额。

对于换手率而言，虽然高换手对于主被动公司都有负影响，但是对被动公司的影响比

主动公司大 3 到 10 倍。这与本文的假设 H3.1 不吻合，除了前面分析的原因外，可能的其他原因有，被动型公司的主要产品是指数型产品，策略就是买入并持有，基金换手率很低。这些公司以总成本领先为战略的核心，交易成本对其业绩影响很大，高换手不但整体影响了公司整体策略的偏向，而且会造成较高的操作成本和交易成本，所以被动基金公司对手率更加敏感。

另外，在整个管理费和前后端费用方面，被动型基金公司比主动型公司更加敏感，这与本文的假设 H5.1、H6.1 相符。虽然管理费率 and 前后端费率对主被动公司都有负向影响，但是相比较而言对被动公司的影响更大。对于被动公司的主要产品指数基金而言，同样的对标指数的基金，产品前后端费用和管理费用越高，就意味着投资者最终获得的收益越低，因此，理性的投资者就会选择低费率的产品。除此之外，被动基金公司的战略核心是成本领先，而收费过高也说明公司成本管控能力相对竞争对手较弱。

对于营销费而言，对主动型公司是显著为正，对被动型公司是显著为负，这个结果符合本文的假设 H7.1。这说明对被动型公司而言，增加市场营销费用对投资者的投资收益率的负向影响超过了搜索成本减少所带来的正向影响。这一结果可能与美国基金市场近些年的变化有密切关系。2003 年以后，美国基金市场发生了巨大变化，被动基金发展加速，以 BlackRock 和 Vanguard 为代表的被动型基金公司奉行总成本领先战略，通过各种手段降低各类基金费用，减少投资者的成本，进而提高投资者的净收益。被动型基金市场份额进而进一步集中在几个大型基金公司中，小型基金公司难以在成本上与上述大公司进行竞争。从近些年美国的市场实际情况看，很多大型基金公司在设计和发行被动型产品时，不

收取 12b-1 费用，或者收取比例很低的 12b-1 费用。从实际情况看，12b-1 费用更多的被付给财务顾问和销售渠道，总的来说，财务顾问和销售渠道在这种机制下，更愿意去推荐或让客户购买渠道销售费用高的主动型基金。这说明不同战略的基金公司，应该采用不同的策略使用 12b-1 费用，主动型基金公司可以使用 12b-1 加大营销力度，被动型基金公司则要控制 12b-1 费用。

是否拥有明星基金对两类公司的市占率都为正影响，且对主动型基金公司的影响更显著。获得晨星评级是优秀基金管理能力的信号，也是主动型基金公司追求产品差异化的一种重要手段，以追求超额收益率为目的的主动型基金公司应该在提升质量上吸引投资者。而对于被动基金而言，晨星评级就显得没有那么重要，所以该因子在被动基金的两个模型中虽然为正但是不显著。

基金公司投资能力的两个因子结果与明星基金因子类似，都为正影响，但是对于被动基金不显著。主动基金公司以质量为竞争重点，产品的收益就是质量的重要体现。而被动基金公司的指数产品就是买入并持有指数，收益和指数几乎相同，超额收益并不是其追求的方向。

六、中国基金市场的对比研究

6.1 中国基金市场概述

6.1.1 中国基金市场发展现状

中国公募基金行业自 1998 年诞生以来，已经经历过 20 年的发展。2004 年以来，中国的基金行业进入蓬勃发展阶段。据统计，截至 2005 年底，我国共有 47 家基金公司，基金数量 235 只，总规模约为 4780 亿人民币；从图表 7 中可以看出，自 2014 年开始，我国基金市场的资产管理规模开始高速增长，截至 2016 年 12 月，基金的总规模超过 9 万亿人民币，基金管理公司数量达到 108 家，基金产品数量为 3867 只。（注：此文中基金公司管理规模不包含子公司和专户数量）

在过去十多年基金行业迅速发展、行业竞争加剧的同时，我国基金公司市场集中度呈现下降的趋势，这与美国公募基金行业市场集中度提高的现象相反。从 2004 年底至 2017 年 9 月，中国规模最大的五家公司的市场占有率由 43% 下降至 33%，规模最大的十家公司占市场管理资产规模的份额由 64% 下降至 50%。而第 11 至第 25 大公司的市场占有率由 2004 年底的近 30% 下降至约 25%。截止至 2017 年 9 月，前十大公司所占的市场份额比例约为 50%，市场中一半的管理资产集中在前 8% 的公司。市场集中度下降并不意味着市场的竞争在减小，基金公司产品数量增多，基金公司间的竞争是加剧的。一方面，之前的老基金公司并没有形成核心竞争力和竞争壁垒，使得新成立的基金公司可以抢占市场份额；另一方面，由于行业的快速发展，已经存续的基金公司并没有能力将营销和影响力迅速铺开，使得新成立的基金公司有市场竞争空间得以生存。行业中新进入者的数量大幅增加，也说明

中国基金行业的生命周期正处于发展期，而且进入成本较低，大多公司仍旧能够较为容易地保持高回报。

表格 6 中国前 25 大公司市占率

时间	前 5 家公司	前 10 家公司	前 25 家公司
20041231	42.97%	63.81%	93.98%
20051231	48.12%	66.98%	92.91%
20061231	37.44%	59.07%	90.29%
20071231	32.26%	50.10%	82.10%
20081231	33.60%	51.08%	82.27%
20091231	30.34%	49.34%	81.17%
20101231	30.27%	49.33%	79.47%
20111231	29.94%	48.81%	79.65%
20121231	31.69%	49.69%	79.06%
20131231	31.17%	49.07%	79.01%
20141231	36.24%	51.72%	79.89%
20151231	31.30%	49.42%	76.68%
20161231	27.80%	46.55%	73.77%
20170930	33.32%	50.40%	75.21%

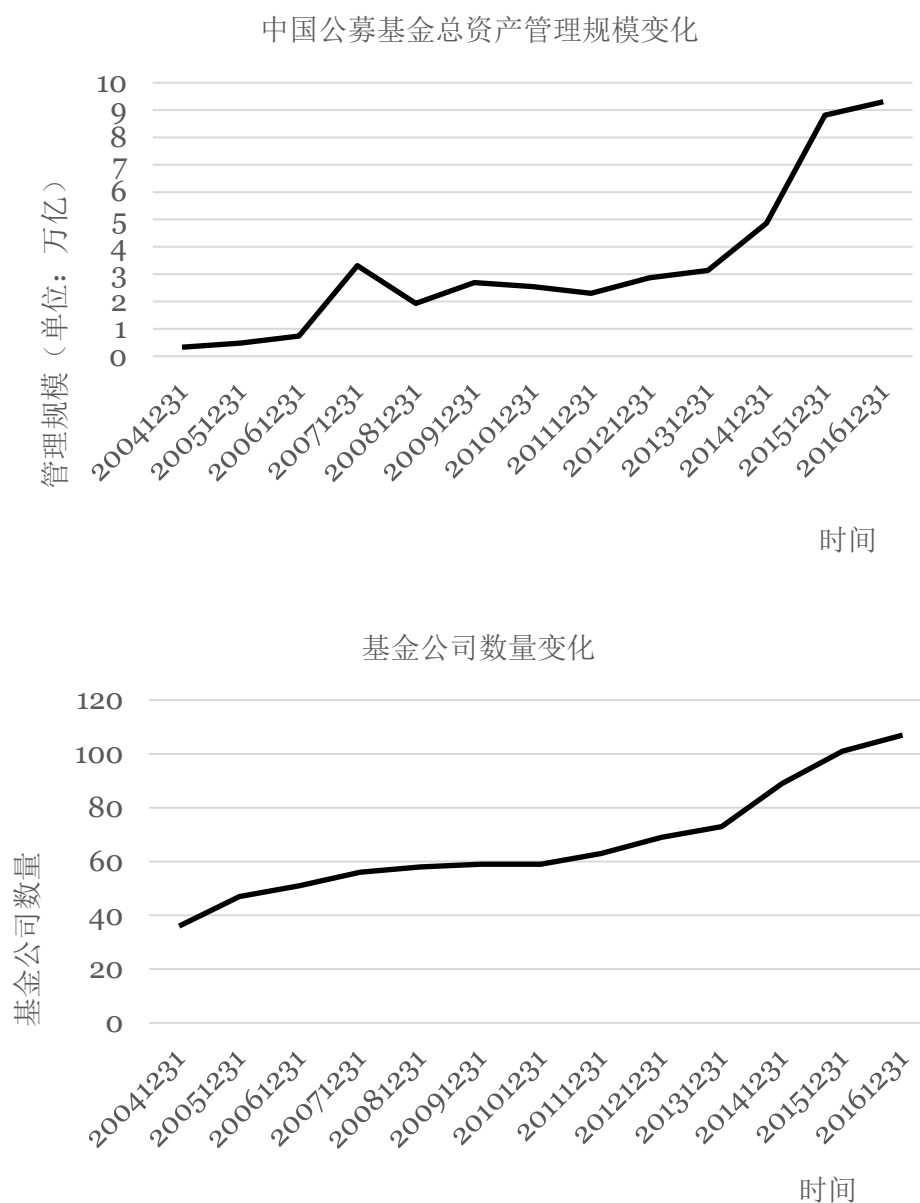


图 13 中国资产管理规模与基金公司数量变化趋势

我国基金种类并不丰富，但是单个种类下基金数量较多。截至 2016 年底，在 4970 只基金中，数量最多的为混合型基金，达到 1874 只，占比 37.71%，其次为债券型基金，共 1314 只，占比 26.44%，股票类基金 1016 只，仅占 20.44%。货币市场型基金、保本型基

金、商品型基金的数量较少，总计不达 15%。对于资产管理规模而言，货币市场型基金的规模最大，资产净值达到 4.47 万亿，占比接近 48.06%。2016 年中国各类基金资产管理规模的描述性统计如下：

表格 7 2016 年中国各类基金资产管理规模

基金类型	均值	方差	最小值	p25	中位数	p75	最大值	产品数量
混合型	9.53	25.47	0.00	1.06	4.50	10.37	494.91	1874
债券型	11.99	26.10	0.00	0.79	3.33	12.06	379.90	1314
股票型	11.34	27.31	0.00	0.75	2.42	9.18	293.08	1016
货币市场型	77.93	363.45	0.00	1.70	10.04	61.76	8080.00	573
保本型	18.39	15.40	0.00	5.96	14.03	27.31	78.12	166

（单位：亿元）

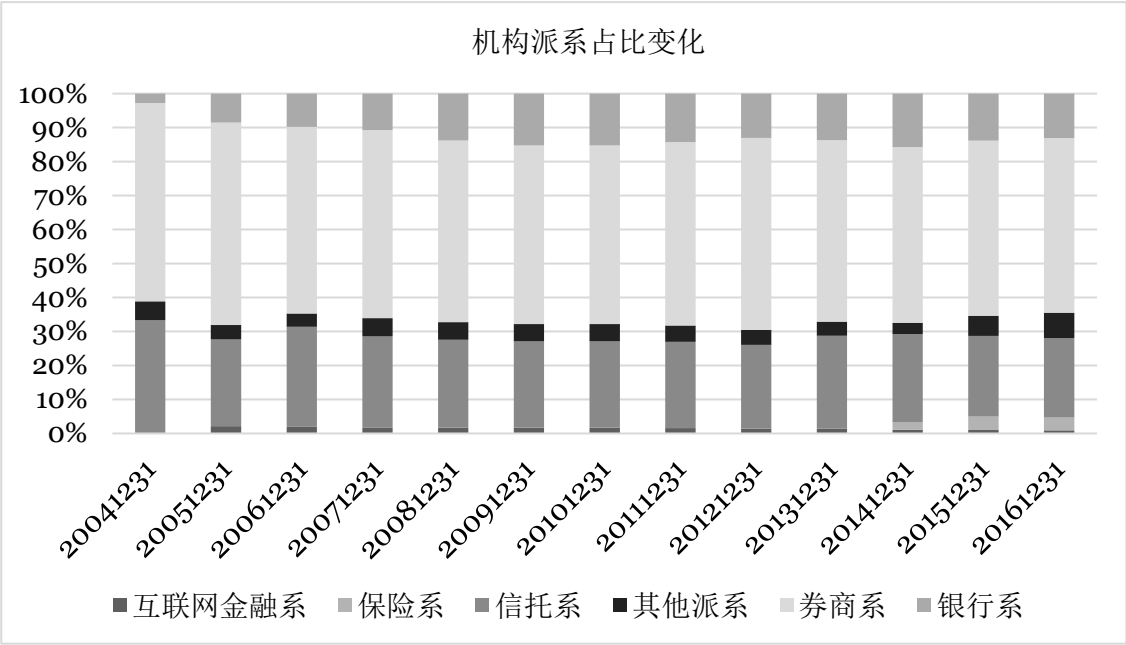
在中国目前第一大基金公司是天弘基金，其货币市场基金占其总资产管理规模的 90% 以上。不同于美国资本市场，中国的资本市场还没有美国成熟，目前所出现的被动型基金资产管理规模占比较小，而且很大一部分是分级基金，从严格意义上而言并不是被动基金。在 2015 年中国很多基金公司推出的分级基金被划归于被动基金，虽然投资于指数，但是其实质并不是低费率投资指数的 beta 产品，而是通过 A 份额融资给 B 份额进行加杠杆的“融资”产品。因此无论从被动产品的比例，还是从大多数被动产品的性质上而言，从主被动产品管理比例上划分中国基金公司的战略大类并不适用。在我国基金公司的战略定位中，由于不同产品面对投资者巨大的需求市场，往往产品能否在第一时间推向市场对公司的市场占有率影响远远大于产品的质量差距。历史上两次公募基金资产管理规模的大幅增加也对

应着中国股票市场的两次牛市（2007-2008 年和 2014-2015 年）。而目前货币基金占主导的公募基金行业，也正是由于中国资本市场正处于利率市场化的进程中，公募基金通过发行货币基金，为投资者创造了高于银行存款利息的无风险高流动性理财产品，货币基金的资金流入也成了公募基金规模增长的最主要推动因素。另外，由于中国资本市场与发达国家的差距，被动产品还远没有成为基金公司的主流产品，发展被动型基金仅仅是大中型基金公司的产品多元化战略中的一部分。铺开被动型产品，同时也形成了柔性战略，未来如果资本市场有效性增加，被动产品受市场青睐，那么这些拥有被动产品的公司可以以较小的成本实现从主动管理到被动管理的战略转变。中国基金公司以产品种类为定位的战略选择中，是以股票、债券、货币市场基金三类为主要的选择。这是由于我国资本市场的竞争和成熟程度还远不及发达市场，证券投资业务的结构性机会举足轻重。对应的股票牛市、债券牛市或者货币市场牛市可以让有这些产品布局的基金公司管理规模取得大幅的增长。而主动和被动产品的选择仅仅是这些产品分类下的次一级战略选择。因此不同于美国数据回归中的因子，本文加入了货币市场基金的比例作为控制变量。

中国基金行业发展初期，基金公司主要由券商、银行、信托等机构发起，自 2013 年 6 月 21 日，证监会和保监会联合发布《保险机构投资设立基金管理公司试点办法》，标志着保险机构进入到基金市场。目前，除了券商系、银行系、信托系等基金公司外，还出现了互联网金融系如天弘基金、地产系如格林基金、期货系如南华基金等其他派系的基金公司，基金公司的派系类别日益丰富。截至 2016 年底，在 107 家基金公司中，根据机构派系分类，券商系基金公司数量最多，达到 55 家，占比近一半；信托系基金公司的数量排第二，

共 25 家，占比约 19.63%；银行系 14 家，其他派系（包括个人系、保险系、互联网金融系、地产系等）19 家，分别占了 17.76%和 1%。在我国基金公司间的竞争中，能否通过有效渠道发行基金的机会直接决定了基金公司抢占市场的能力，基金的销售渠道成为了基金公司规模增长非常重要的因素。银行系的基金公司往往有股东的渠道支持，规模增长快，例如工银瑞信基金，作为中国最大的基金公司之一，其规模的增长很大程度上是依赖母公司工商银行作为国内第一大银行的渠道优势。另外，天弘基金在短时间内成长为国内第一大基金公司，货币基金作为该基金公司的主要产品，阿里巴巴巨大的客户使用数量是天弘基金的货币基金规模增长最主要的推动力。

图 14 基金派系占比变化图



6.2 中国研究样本的描述性统计

中国基金行业数据来自万得数据库,涵盖了自 2004 年至 2016 年的基金数据,频率为半年。本研究样本包括 107 家公司的 1803 个观测值。

表格 8 中国基金市场描述性统计表

variable	mean	std	min	p50	max
mkt share	0.01482	0.01983	1.19×10^{-6}	0.00716	0.15488
money fund pct	0.20825	0.26251	0	0.09015	1
active_ pct	0.92492	0.13961	0	0.99373	1
turnover	-0.06281	0.71069	-1.74675	-0.25278	5.13015
Sharpe ratio	6.52129	16.04932	-2.29722	2.37706	301.65
abs_rtn	-0.00547	0.58339	-2.83936	0.00992	4.32837
mgmt_fee(%)	0.14741	0.48025	-2.90899	0.22957	2.53350
tot load(%)	0.05700	0.60866	-3.58137	0.09548	3.31733
herfindahl_f	0.31248	0.26492	0.02495	0.20980	1.00000
diversity	.0845559	6.487019	-4.724599	-.2800031	126.2262
fund_number	17.98613	22.30585	1	10	202
fund_started	2.60899	4.29046	0	1	44
leaver	0.21852	0.68676	0	0	6

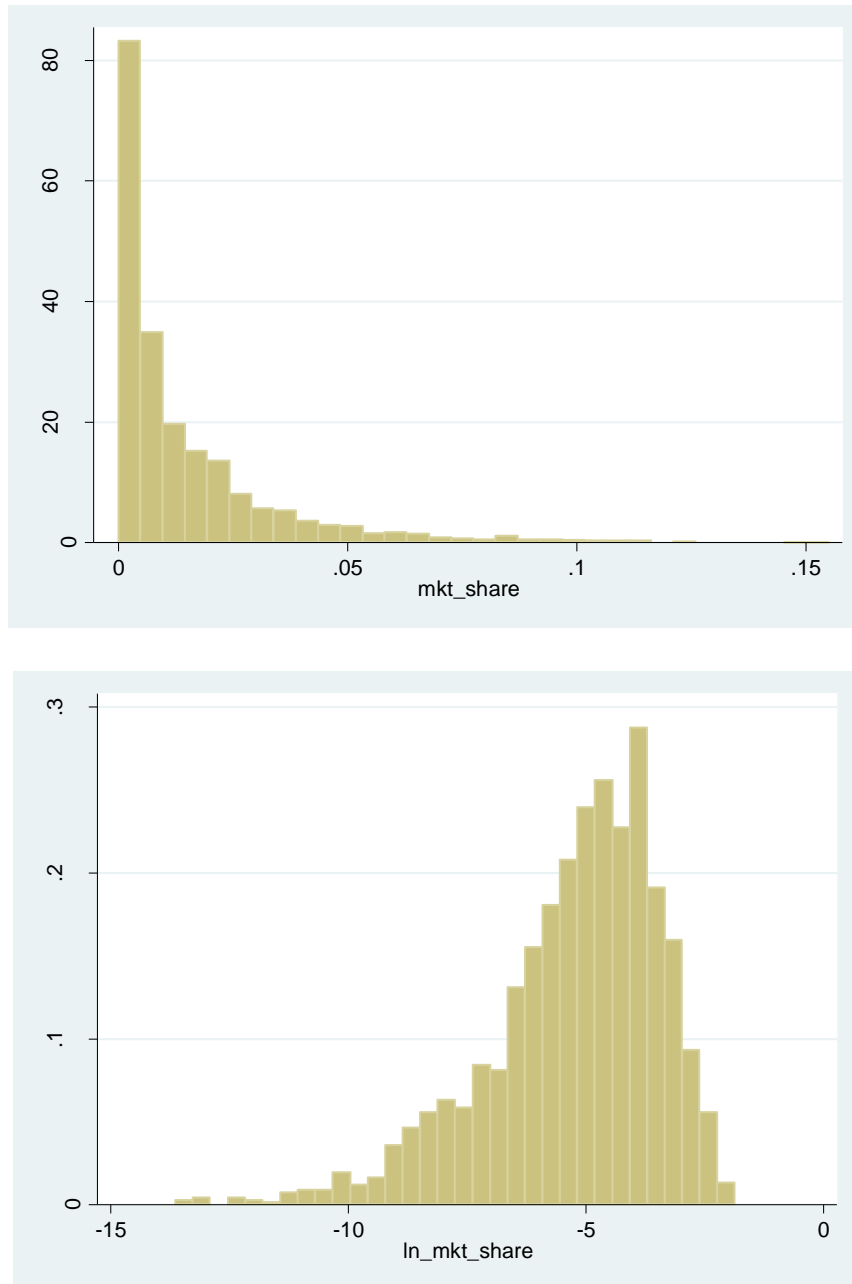


图 15 市占率绝对量与对数分布直方图（中国）

从对样本的描述性统计来看，中国基金公司的平均市场占有率为 1.4%，中位数反映了一半的公司市场占有率在 0.7% 以下，最大和最小的基金公司之间的差异巨大；基金公司的平均主动管理比例为 92.4%，而有 99% 的公司为主动型基金公司（主动管理基金比例大于

50%); 调整后的超风格平均收益的均值为-0.54%; 管理费率平均约为 0.15%集中度(赫芬达尔指数)平均为 0.31。超风格平均的换手率的均值为-0.06。基金公司平均拥有的基金数量约为 17.9 支, 其中拥有的基金数量最大值达到了 202 支, 而最少的只有 1 支。每家基金公司每半年平均新增 2.6 支基金, 减少 0.21 支基金。

和美国数据回归部分一样, 本文对中国基金公司的市占率作对数处理来解决大多数公司市场占有率太小的问题。根据市占率分布的直方图来看, 大多数观测值集中在低市占率的区间。一些公司市场占有率过小无法体现解释变量的变化对市场占有率的影响, 降低估计值的显著性。对数形式不会改变原数据的单调性, 只会改变原数据的分布情况, 可以分散过于集中的观测值, 降低结果的不稳定性, 体现因子对被解释变量的作用。采取了对数形式的市占率的分布接近正态分布。

从主动比例的直方图中本文进一步发现, 在中国基金市场, 基金公司的主动比例 active_pct 在接近 1 处非常密集。依据高于 50%被动比例为被动基金公司的标准, 被动型基金公司很少, 所以不需要将公司分为主被动分类讨论。

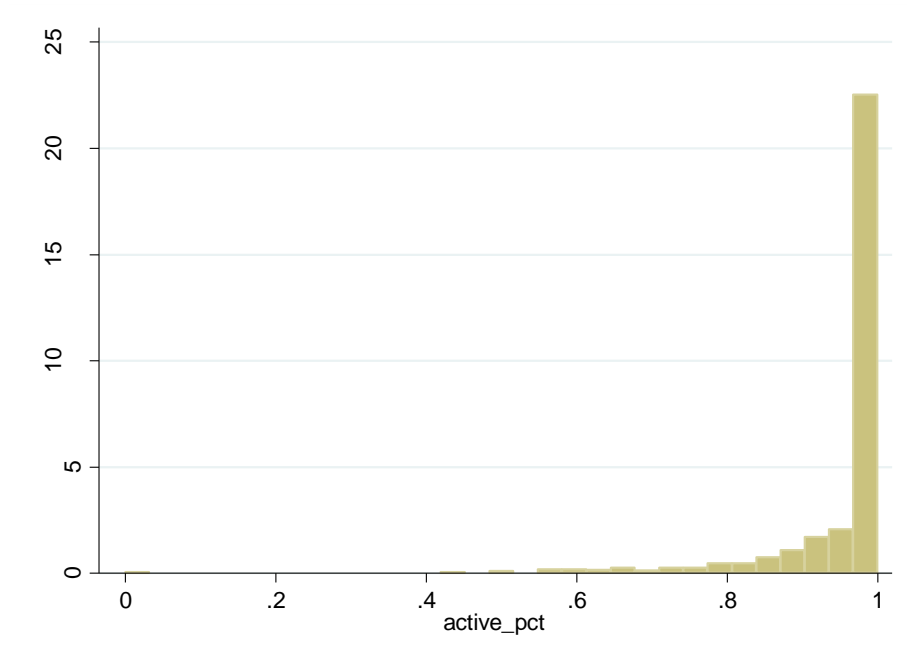


图 16 中国基金公司主动管理比例分布图

由于使用了一阶滞后期，回归分析中实际用到的样本观测量减少到 1690 个，基金公司在样本中总数量减少到 107 家。

6.3 对中国基金公司市场占有率影响的研究

与美国部分回归模型不同，在中国部分笔者根据基金公司的股东的性质将基金公司分为银行系、券商系、信托系、互联网金融系，并加入了四类基金公司股东背景的虚拟变量。有研究证明基金公司的机构派系对基金的业绩、资金流均有显著影响（王珏,2015）。本文加入股东背景的虚拟变量以考察机构派系对基金公司的市场占有率的影响。与美国部分相同，本文先做了 OLS 回归，然后做了 FGLS 回归，每种回归方法都用夏普比率和超额收益代表投资能力分别回归。

表格 9 影响基金公司市占率因子的多元回归结果（中国）

	(1)OLS	(2)OLS	(3)FGLS	(4)FGLS
VARIABLES	$\ln_mkt_share_{i,t}$	$\ln_mkt_share_{i,t}$	$\ln_mkt_share_{i,t}$	$\ln_mkt_share_{i,t}$
$money_fund_pct_{i,t-1}$	-0.3093* (0.1648)	-0.0721 (0.1425)	-0.2914*** (0.0711)	-0.2061*** (0.0666)
$active_pct_{it}$	0.1411 (0.2552)	0.1364 (0.2559)	-0.4195*** (0.1489)	-0.4293*** (0.1472)
$Turnover_{i,t-1}$	-0.4916*** (0.0484)	-0.4898*** (0.0487)	-0.0953*** (0.0186)	-0.0866*** (0.0179)
$sharpe_ratio_{i,t-1}$	0.0087*** (0.0029)	- -	0.0036** (0.0016)	- -
$abs_rtn_{i,t-1}$	- -	0.0974* (0.0562)	- -	0.0391*** (0.0149)
$mgmt_fee_{i,t-1}$	-0.5009 (0.0725)	-0.5077*** (0.0727)	-0.0860*** (0.0322)	-0.0991*** (0.0331)
$tot_load_{i,t-1}$	-0.2745*** (0.0551)	-0.2931*** (0.0549)	-0.2010*** 0.0301	-0.2002*** (0.0301)
$herfindahl_f_{i,t-1}$	-2.2536*** (0.1574)	-2.1918*** (0.1572)	-0.9697*** (0.0897)	-0.9179*** (0.0895)
$diversity_{i,t-1}$	0.0384*** (0.0062)	0.0380*** (0.0062)	0.0055*** (0.0021)	0.0052** (0.0020)
$fund_number_{i,t-1}$	0.0219*** (0.0034)	0.0234*** (0.0034)	0.0101*** 0.0018	0.0106*** (0.0017)
$fund_started_{i,t-1}$	-0.0505***	-0.0535**	-0.0113***	-0.0133***

	(0. 0163)	(0.0163)	(0.0043)	(0. 0042)
<i>leaver_{i,t-1}</i>	-0.1413**	-0.1255**	-0.0106	-0.0088
	(0. 0559)	(0.0560)	0.0135	(0. 0133)
<i>bank</i>	0.6640***	0.6745***	0.8115***	0.7882***
	(0.1638)	(0.1640)	(0.1186)	(0.1526)
<i>trust</i>	0.3940***	0.3909**	0.4926***	0.4753***
	(0. 1488)	(0.1491)	(0.1269)	(0.1571)
<i>security</i>	0.3463**	0.3471**	0.6202***	0.5783***
	(0.032)	(0.1422)	(0.1084)	(0.1459)
<i>internet</i>	1.4153***	1.7306***	0.9814***	1.0541
	(0.3316)	(0.3166)	(0.4231)	(0. 6678)
<i>Constant</i>	-5.1212***	-5.1554***	-5.0151	-4.9799
	(0.2804)	(0.2806)	(0. 1773)	(0. 1988)
R-squared	0.4199	0.4178	-	-
Time	Controlled	Controlled	-	-
Observations	1690	1,690	1687	1687
Number of		107	104	104
company_id	107			

Standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

在 OLS 回归模型中，模型 1、2 的拟合优度（R-squared）都达到了 41%以上，解释度较好，但是相对美国数据回归部分 67%以上的解释度，说明中国基金公司市场占有率的影响因子有很大一部分不在本文的解释变量中。从解释变量的相关性矩阵来看，基金数量、赫芬达尔指数、货币市场基金比例与夏普比率之间的相关系数达到 0.8 以上，但回归结果显示，方差膨胀因子（VIF）都小于 10，因此不认为回归中存在严重的多重共线性问题。

表格 10 方差膨胀因子检验——中国部分

Variable	VIF	1/VIF
$fund_number_{i,t-1}$	4.03	0.248304
$fund_started_{i,t-1}$	3.25	0.307455
$herfindahl_fit-1$	1.6	0.626702
$money_mkt_fund_pct_{i,t-1}$	1.58	0.634404
$sharpe_ratio_{i,t-1}$	1.57	0.635247
$leaver_{i,t-1}$	1.23	0.810732
$active_pct_{it}$	1.21	0.828166
$diversity_{i,t-1}$	1.14	0.874397
$Turnover_{i,t-1}$	1.12	0.894181
$mgmt_fee_{i,t-1}$	1.09	0.915181
$tot_load_{i,t-1}$	1.06	0.941705
Mean VIF	1.72	

如美国部分所述，由于缺失变量（管理层能力，企业文化等）的原因，该模型可能存在异方差、自回归等问题。基于以上考虑，本文对 OLS 模型是否存在异方差与自回归问题做了检验。

从回归残差与被解释变量的估计值散点图可以看到，残差在不同区间的波动性不同，当市占率的估计值处于-6 以下时，残差的波动性较大；而当市占率的估计值高于-6，残差的波动变小。White 检验（结果附于附录 B）验证了回归结果存在的异方差问题。

从相邻两期的残差散点图来看，残差之间存在明显的线性关系，即残差并不独立分布，而是相互影响。因此，可以证明回归中存在自回归问题。

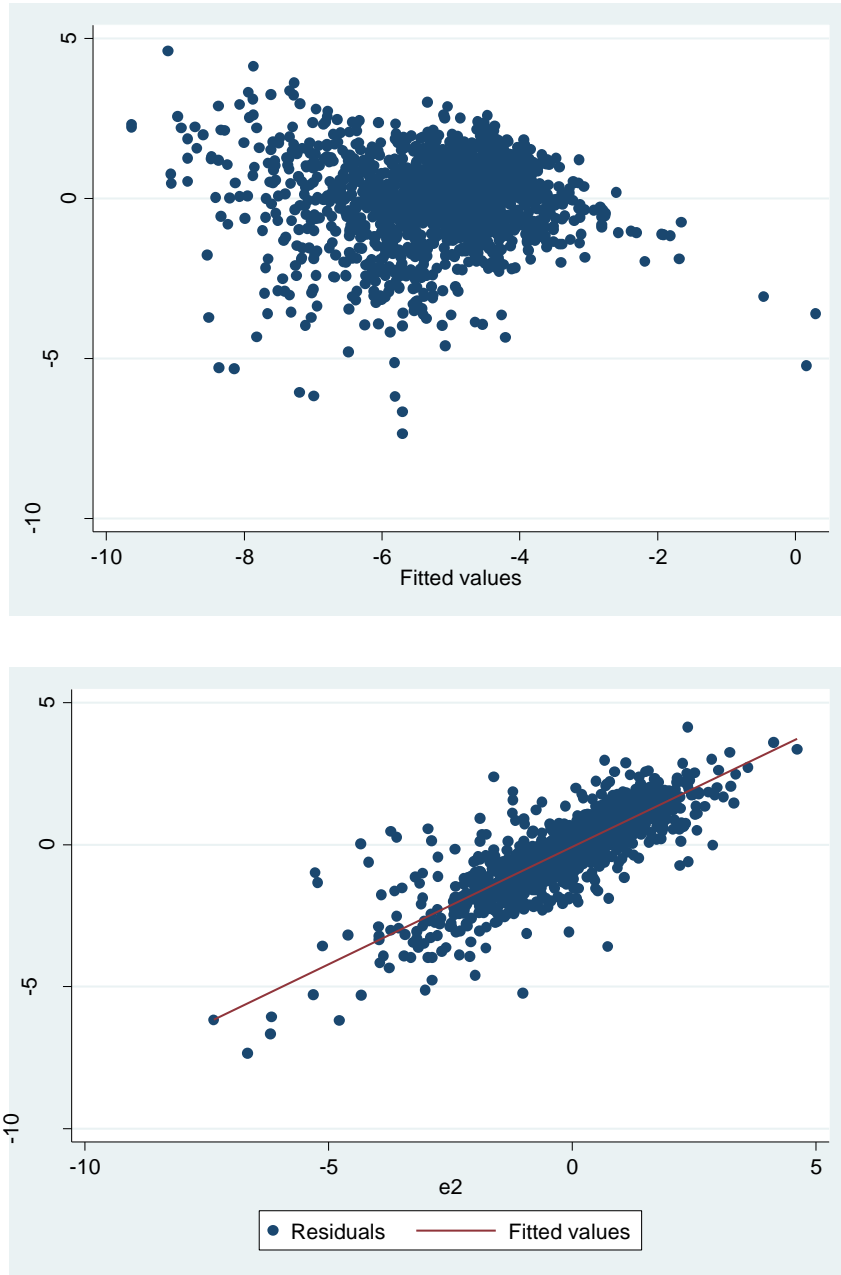


图 17 OLS 回归残差与被解释变量估计值的散点图、相邻两期的残差散点图

在模型（3）、（4）中本文采用 FGLS 回归来解决自回归、异方差的影响。三个基金公司由于只有一组观测值而被排除，因此 FGLS 回归中只有 1687 组观测值，104 个观测对象。

从结果来看，FGLS 与 OLS 的结果基本相同，除了主动管理比例由不显著的正向影响变为显著的负向影响，其余因子的影响方向不变，部分因子的显著性改变。这是由于 FGLS 回归修正了异方差与自回归的问题。

从模型 (3)、(4) 的回归结果可以看到，在中国基金市场，夏普比率和超额收益率、基金数量以及产品多样性对基金公司市场占有率有显著正影响，换手率、集中度、前后端费率、管理费率对基金公司市场占有率有显著负影响，这与美国基金市场的结果相同。这些结果也与中国基金行业过去十年的发展状况相吻合。同样的，前一期产品集中度越小，产品数量越多的基金公司，下一期的市场占有率越高，在一定程度上，强者恒强的规律在中国基金行业同样适用。虽然中国股票市场中机构投资者占比相比较国外仍旧较少，养老金投资基金的比例仍旧和美国差距较大，但是从费用率的角度而言，管理费率和申购赎回费仍旧和基金公司的市场占有率负相关。说明中国投资者整体对于各种费率也是关心的，资金更偏向于流入低费率产品。中国资本市场过去被人诟病投机氛围浓重，市场换手率极高，甚至公募基金的换手率也居高不下。但是从基金公司的换手率对市场占有率的回归结果来看，抵换手的公司有更高的市占率，高换手的公司会损害公司的资金流入，这与美国结果一致。在中国公募行业的发展中，市场往往会追捧业绩优秀的基金和基金公司，例如华夏基金的基金经理王亚伟，在 2011 年华夏基金王亚伟以最近 5 年 748.90% 的总回报占据所有基金经理第一位，其发售的产品得到市场追捧，同时华夏基金也依靠其影响力规模迅速增长。本文的实证结果印证了在基金公司层面，这个现象同样存在，高夏普比率和高超额收益的公司对市场占有率有显著正影响。虽然中国基金行业起步较晚，产品种类较少，但

是产品多样性仍旧会给客户带来更多的选择，进而影响公司的市场占有率。在模型中，产品多样性和市占率正相关，在 5%以上显著。

由于中国基金行业没有类似于 12b-1 费用的市场营销费用的披露，所以中国部分没有市场营销费因子。在中国基金行业发展过程中，“渠道为王”的规则一直适用，销售能力是公司发展的关键所在。在其他条件相同的情况下，四种机构派系的虚拟变量对基金公司的占有率皆有正影响，其中银行系、互联网金融系的背景较其他背景的贡献更多。在中国的基金市场，基金公司的产品销售非常依赖银行渠道。银行系的基金公司能够利用其银行股东的客户优势，获得更多的投资者。天弘基金是互联网金融系的代表，其旗下的产品“余额宝”是将众多支付宝用户转化为基金客户，截至 2017 年 6 月 30 日，其总资产规模达到 14,318 亿元，为中国公募基金规模之首，天弘基金的市场占有率也为行业第一。支付宝用户已达到 4.5 亿人，其移动支付功能渗透到中国人们生活的方方面面。此外，本文发现货币市场型基金比例和市占率的关系为负，这与现实看到的结果似乎有出入，这可能是由于类似于天弘基金、工银瑞信基金这种持有大比例货币基金的大型基金公司，货币基金的高占比更重要的是来自于渠道。由于股东有渠道优势而产生的货币基金的销售因素，被股东背景的因子控制住了这一影响。那么对于渠道能力一般的基金公司，货币基金的高占比，并不一定会提升市占率，反倒降低了产品多样性，使得产品的集中度过高。另外，主动管理比例与市占率也呈显著负相关关系。这是由于在中国只有大型基金公司才有能力布局被动产品，尤其是被归为被动产品的分级基金，很多都是大型的基金公司发行的。另外，虽然中国的资本市场还没有进入主被动战略选择和竞争的阶段，但是中国的大型基金公司有一部分已经

开始布局被动产品，例如华夏基金在 2004 年就发行了上证 50ETF，它也是目前交易量最大的被动基金。而完全倚靠被动产品，选择被动战略的万家基金却因为市场不成熟不得不改变战略。

为了进一步比较各因子对市场占有率不同的贡献程度，本文对已有模型采取了标准化处理，标准化变量之后 FGLS 回归的结果如下：

表格 11 影响基金公司市占率因子的非平衡面板标准化 FGLS 回归结果（中国）

	(1)	(2)
VARIABLES	$std_ln_mkt_share_{i,t}$	$std_ln_mkt_share_{i,t}$
$std_money_fund_pct_{i,t-1}$	-0.0402*** (0.00982)	-0.0285*** (0.00919)
$std_active_pct_{i,t-1}$	-0.0322*** (0.0114)	-0.0330*** (0.0113)
$std_turnover_{i,t-1}$	-0.0371*** (0.00722)	-0.0337*** (0.00699)
$std_sharpe_ratio_{i,t-1}$	0.0293** (0.0127)	
$std_abs_rtn_{i,t-1}$		0.0125*** (0.00475)
$std_mgmt_fee_{i,t-1}$	-0.0219*** (0.00821)	-0.0253*** (0.00844)
$std_tot_load_{i,t-1}$	-0.0669*** (0.0100)	-0.0666*** (0.0100)
$std_herfindahl_f_{i,t-1}$	-0.140***	-0.132***

	(0.0129)	(0.0129)
<i>std_diversity_{i,t-1}</i>	0.0168**	0.0160**
	(0.00653)	(0.00639)
<i>std_fund_number_{i,t-1}</i>	0.106***	0.112***
	(0.0188)	(0.0184)
<i>std_fund_started_{i,t-1}</i>	-0.0222***	-0.0263***
	(0.00846)	(0.00832)
<i>std_leaver_{i,t-1}</i>	-0.00372	-0.00308
	(0.00474)	(0.00469)
<i>bank</i>	0.440***	0.428***
	(0.0644)	(0.0828)
<i>trust</i>	0.267***	0.258***
	(0.0689)	(0.0853)
<i>security</i>	0.337***	0.314***
	(0.0588)	(0.0792)
<i>internet</i>	0.533**	0.572
	(0.230)	(0.362)
<i>Constant</i>	-0.199***	-0.177**
	(0.0522)	(0.0736)
Observations	1,687	1,687
Number of company_id	104	104
Standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1		

从标准化回归结果可以发现，互联网、银行、券商、信托的股东背景对基金公司的市场占有率的影响是最大的，系数分别为 0.5，0.4，0.3，0.26。这些背景的股东都能为基金公

司提供强有力的渠道支持。其中互联网和银行背景对基金公司市占率的正向影响最大，最典型的例子就是天弘基金和工银瑞信基金。除股东背景之外，和美国一样，集中度和基金数量对基金公司市占率的影响次之，基金数量多，集中度小的基金公司，更容易获得市场占有率，一般这些公司本身规模就大，这也是规模效应和影响力的体现。另外，换手率对中国基金公司市占率的影响是除了股东背景和基金数量、集中度之外影响最大的因子，高换手带来的交易成本和不稳定的业绩，对市占率有负向影响。

另外，与美国不同的是，夏普比率的系数稍稍高于管理费率的系数，这表明在中国投资能力的竞争要比成本控制更具有有效性，也就是说，对于单个基金公司而言，同比例提升投资能力对市场占有率带来的正向作用大于同比例降低费率形成的影响。

在中国，基金公司的产品多样化和申购赎回费相比其他因子对市占率的影响较小。目前中国的产品种类远远少于美国的产品种类，整个行业也没有经历类似于美国基金行业一样的产品创新阶段，类似于国外投资基金、风格基金、高收益债券基金、资产支持证券基金等类别，在中国发展不充分。中国的基金产品仍旧局限在货币基金、混合基金、股票基金、债券基金这几个大类中，所以产品多样性虽然对市占率有正影响，但并没有其他因子影响程度大。

6.4 对中国基金公司市场占有率影响的平衡面板研究

中国的基金公司数量从 2004 年到 2017 年短短 13 年间从 29 家发展到 119 家，样本的急剧增加对回归结果的稳定性有一定的影响，而且造成了面板数据的非平衡性。由于起初建立的基金公司并不是市场化成立的，这些样本具有一定的异质性。所以本文将该样本

的基金公司数据单独回归，以反映不同样本空间基金公司战略的不同。所取的平衡面板数据，截面样本为 2004 下半年到 2017 年上半年均有存续的公司，其中公司的数量为 29。

以半年为时间频率记期，共计 27 个时期。其中平衡面板数据的描述性统计如下：

表格 12 中国基金市场的描述性统计表

variable	mean	sd	min	p50	max
mkt share	0.0249	0.0229	0.0002	0.0178	0.1229
Money fund pct	0.1667	0.1954	0	0.0917	1
active_ pct	0.8855	0.1563	0.0693	0.9431	1
active_ index	0.9579	0.2010	0	1	1
turnover	-0.2197	0.4645	-1.7468	-0.3076	2.3981
Sharpe ratio	4.3238	6.7529	-1.4964	2.3278	73.5326
abs_rtn	-0.0091	0.4389	-2.2466	-0.0032	2.3415
mgmt_fee(%)	0.0556	0.3463	-1.1580	0.0997	1.0255
tot load(%)	-0.0791	0.5626	-3.5814	0.0163	1.3103
herfindahl _f	0.1962	0.1817	0.0249	0.1384	1
diversity	2.984117	11.36474	-2.152349	1.176027	124.6238
fund_number	24.9413	27.2459	1	15	202
fund_started	3.3116	5.3806	0	1	44
leaver	0.3257	0.8386	0	0	6

采用与全样本回归相同的模型对平衡面板样本进行 spearman 检验，检验结果显示解释变量之间不存在严重的多重共线性。由于模型 OLS 回归表现出显著的异方差性的一阶自相关特点，本文采用 FGLS 对模型进行回归分析。标准化变量后的回归分析结果如下：

表格 13 影响基金公司市占率因子的平衡面板样本标准化多元回归结果(中国)

	(1)	(2)
VARIABLES	$std_ln_mkt_share_{i,t}$	$std_ln_mkt_share_{i,t}$
$std_money_mkt_fund_pct_{i,t-1}$	0.0128 (0.0234)	0.0170 (0.0196)
$std_active_pct_{i,t-1}$	-0.0954*** (0.0237)	-0.0972*** (0.0238)
$std_turnover_{i,t-1}$	-0.0178 (0.0167)	-0.0199 (0.0163)
$std_sharpe_ratio_{i,t-1}$	0.0145 (0.0229)	- -
$std_abs_rtn_{i,t-1}$	- -	0.0103 (0.0092)
$std_mgmt_fee_{i,t-1}$	-0.0900*** (0.0174)	-0.0855*** (0.0172)
$std_tot_load_{i,t-1}$	-0.0142 (0.0202)	0.0086 (0.0229)
$std_herfindahl_f_{i,t-1}$	-0.0611** (0.0300)	-0.0560* (0.0299)
$std_diversity_{i,t-1}$	0.0175** (0.0031)	0.0181*** (0.0067)
$std_fund_number_{i,t-1}$	-0.0305 (0.0193)	-0.0216 (0.0322)

<i>std_fund_started_{i,t-1}</i>	-0.0064 (0.0214)	-0.0114 (0.0209)
<i>std_leaver_{i,t-1}</i>	-0.0090 (0.0105)	-0.0080 (0.0103)
<i>bank</i>	0.4987*** (0.1657)	0.4835*** (0.1695)
<i>trust</i>	0.1043 (0.1485)	0.1056 (0.1569)
<i>security</i>	0.3492** (0.0588)	0.3126** (0.1497)
<i>internet</i>	- -	- -
<i>Constant</i>	-0.1365 (0.1373)	-0.1273 (0.1455)
Observations	754	754
Number of company_id	29	29

Standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

与全样本回归结果类似，银行、券商和信托的股东背景对于基金公司市占率的影响最大。说明对这些存续时间长的老基金公司而言，股东带来的渠道资源同样重要。与前面的回归结果不同的是，在上面模型中基金公司基金数量与市占率的关系变为负向关系，说明这些老基金公司并没有形成强者恒强的效应，而是处在一种衰落趋势。新进入行业的基金公司可能以其更加灵活的股权结构、有效的激励措施、先进的管理理念、强有力的销售能力等手段迅速挤占市场。另外，夏普比率和超额收益率虽然与市占率正相关，但是变得

不显著，说明业绩并不是这些老基金公司竞争的核心所在。与此相同的，换手率和申购赎回费虽然符号与之前结果一样，但是结果也不显著。此外，产品多样性因子也和市占率显著正相关。在这些老基金公司竞争的过程中，经历了混合基金的出现，货币基金的兴起，以及牛市时分级基金的爆发，在如此长的竞争时间区间中，产品的多样性会给他们带来竞争力，提高资产管理规模。

6.5 小结

本章对中国基金市场进行了回归分析。在分析主动管理的资产比例对基金公司市占率的影响时，笔者发现，业绩、管理费率、前后端费率、换手率、集中度、产品差异度、产品数量等因子，对中美两国基金市场的影响效果一致：业绩、产品差异度对市占率正影响，换手率、前后端费率、集中度为负影响。不同于美国基金行业的是：中国基金行业并没有形成主被动战略的分化，被动产品仅仅是产品多样性中的一种；中国基金公司业绩竞争远没有达到充分竞争，行业也未达到大规模的价格竞争或管理费率竞争，中国基金公司的业绩对市占率的影响程度大于管理费率；股东背景或者渠道对中国基金公司的影响是最大的，中国基金行业目前仍旧处于“渠道为王”的阶段。

对中美研究的差异，笔者给出以下的解释：1、中国基金行业仍处在发展阶段，且由于起步较晚，基金公司的数量有限，在数据量上远不及美国基金行业多，基金公司在产品结构和品种布局上的机会远远大于产品质量上的差距，行业还处在快速扩张的成长期。2、中国基金公司发展的战略较为相似，缺乏差异，之前存续的公司并没有形成行业壁垒，这是由于大多数公司基金产品的设计雷同，产品本身并没有体现其投资能力、品牌效应等核心

竞争力，竞争的重点是产品能否在牛市中快速成立和在渠道发售，而产品质量的竞争还在其次；3、中美基金行业的监管政策不同，美国基金行业的竞争较为充分，基金公司或基金的成立、解散均为市场化的行为；而在中国基金行业，基金公司和基金的成立均需要经过监管部门的层层审批，流程多、耗时长，不是完全的市场化行为。监管部门制定的基金公司进入门槛过高，造成行业并没有形成较为充分的竞争；4、中国的资本市场，包括股票、债券和货币市场的发展不够充分，市场并没有像发达国家资本市场接近半强势有效，主动管理能够利用信息优势创造超额收益，低费率产品和被动产品在投资者中的接收程度较低，并没有成为基金公司群体战略定位的重点；5、中国基金市场的数据样本中基金公司数量快速增加，造成面板数据回归不平衡。新进入的基金公司在时间序列上存续时间短，2004 年到 2017 年都有数据的基金公司仅占总样本的三分之一，回归结果的稳定性受到一定的影响。

七、结论与启示

7.1 结论

本文从战略的角度研究了 2003 年到 2016 年之间美国和中国公募基金市场占有率的竞争情况，分析了美国和中国的资本市场处于不同的阶段，解释了公司如何利用自己的能力以及资源，提升自己的竞争力。类似于业绩、管理费率、营销费率、产品多样化等因子是公司能力以及竞争力的外在表现，本文回归分析了这些因子如何影响基金公司市场占有率以及影响的程度。

对于整个美国基金行业而言，整个行业已经出现了追求产品差异化的主动型基金公司和定位于成本领先的被动型基金公司两大战略方向，而且行业集中度不断提高，马太效应明显，前一期基金数量越多、产品集中度越小的公司——也就是资产管理规模越大的公司，下一期市占率越大。对于所有公司而言，投资业绩、市场营销费用、产品多样性、明星基金对市场占有率有正向影响；换手率、管理费率、前后端费用、集中度对市场占有率有负向影响。在这些因子中，对市占率影响程度较大的是换手率，由于美国市场的机构化特性，以及高换手带来的高成本，使得换手率对市占率有着显著的负影响。另外，在这些正影响因子中，投资业绩的影响程度最小，这是由于美国市场属于半强有效市场，基金取得超额收益比较困难，基金公司整体取得超额收益更加困难。行业发展使得投资能力仅仅是优秀基金公司的必备条件，却不是必然结果。与此同时，美国基金种类丰富，数量巨大，给投资者提供了多元化的投资品种。这也从另外一个侧面反映出，美国基金市场已经从创造超额收益阶段转向了提供资产配置功能的阶段。相比之下，管理费率的降低对于基

基金公司市场占有率的提高有着很大的影响，从 2000 年以来，管理费率持续下降，整个行业进入了“价格竞争”。 市场营销费用和管理费用有相同的影响系数，说明即便在美国如此发达的市场中，销售能力和成本管控能力同等重要。

如果将主被动两类公司分开来看，结果就出现了不同。市场营销费率对主动型基金公司为正影响，对被动型基金公司为负影响。被动公司因为专注成本领先战略，依靠市场营销必然会造成产品的成本升高，这也与自己的战略相悖，同时会影响自己的市场占有率。明星基金因子对主动基金公司为正影响，对被动型基金公司却不显著。对被动基金公司而言，由于主要产品是指数基金，明星基金就显得没那么重要。各个因子对主动型和被动型基金公司的市场占有率的影响程度也不一样：主动型基金公司的市占率对业绩更加敏感；管理费率对主动型基金公司和被动型基金公司都有消极影响，被动型基金公司对管理费率的负影响更加敏感；高换手率对主被动型公司的市占率均有负影响，但是对被动型公司的影响更大。

最后，本文还进一步对比研究了中国基金公司的战略对其市场占有率的影响。结果发现，大多数的因子与美国的结论相同。由于两国基金行业发展的阶段不同、市场化进程不同，中国并没有形成主动和被动的战略分化，行业竞争还远没有达到激烈的价格竞争的阶段。对于中国基金公司而言，投资业绩、股东背景、产品多样性对市场占有率有正向影响；换手率、管理费率、申购赎回费用、集中度对市场占有率有负向影响。其中股东背景对于中国基金公司市场占有率的影响巨大，拥有银行系和互联网系股东背景的公司可以依托股东强大的渠道获得巨大的市场份额，整个中国公募基金行业仍旧处在“渠道为王”的时

代。此外，在中国回归结果中，业绩对市占率的影响大于管理费率对市占率的影响，说明在中国市场中，业绩是比成本更重要的影响因素。

7.2 启示

从本文的研究中可以获得很多启示。在基金市场竞争较为充分的阶段，基金公司的不同战略的确对其市场占有率有影响。对主动型基金公司来说，想要增加市场占有率，应当更关注自身业绩的提升和增加产品的多样性，以增强差异化；通过适当地提高市场营销费，给投资者发出积极的信号，也能够增大市占率。对被动型基金公司来说，想要进一步扩大市场占有率，应当尽可能降低管理费率等成本。

通过中美两国基金业的对比研究发现，相对于美国较为成熟的市场，中国基金行业仍处在发展阶段，与美国市场差距较大。首先，基金公司产品种类少，定位雷同，缺乏差异，这与监管的审批有关，监管层对基金市场的影响较大。第二，在中国基金市场，银行系、互联网金融系的基金公司的市场份额显著地比其他派系的基金公司更大，这说明渠道在中国基金公司的竞争中十分重要。

通过研究中美基金公司在不同资本市场环境下的竞争，以及竞争优胜者的特性和战略选择。笔者发现单个公司旗下不同类别的基金表现出的异于同行的特性，确实是公司管理层战略决策进而形成的公司投资理念、投资决策流程、运行效率、资源分配、产品设定等等的外在表现。基金公司管理层制定的战略决策及其具体实施让公司自内而外形成了其核心的竞争力，进而影响了其市场占有率。无论在中国还是美国，公司战略的选择对公司的发展起着决定性影响。例如先锋基金的低费率策略，外在形式是费率低廉，但是内在原因是

公司不断追求运营成本的降低和运营效率的提高，使得公司在众多的追求低费率的竞争对手中脱颖而出。另外，笔者也发现基金公司在竞争战略的选择上并不是随机选择，而最幸运的公司竞争中存活了下来。即便面对不同的资本市场，优秀公司的战略选择总是具有前瞻性。例如，黑岩公司作出被动基金产品的战略选择，是因为管理层认识到美国资本市场已经处于半强有效的竞争状态和资产管理公司所面临的极难产生超额收益的挑战，因而判定未来被动式产品会大幅发展。其管理层对公司所面临的竞争环境的理解以及相应的战略选择决定了黑岩公司的成功。在中国，天弘基金依靠货币基金迅速成长为第一大基金公司，其依托支付宝，转化了大量的货币基金购买客户。他们看到了在中国利率市场化带来的机遇，大力发展货币基金，并依托强大的渠道力量，一举成为中国资产管理规模最大的基金公司。

还有一个重要的经验是，在资产管理行业处于结构性变化的节点，分析清楚竞争环境的威胁和机会，在产品还在“有”和“无”的竞争中，基金公司可以获得迅速的规模扩张，并取得先发优势。而当市场发展一定阶段，产品类型已经出现，市场中各家公司的竞争从“有无”转向“多少”或者“好坏”的时候，就需要基金公司具有更深层次的壁垒。例如在长期收益的竞争中，就需要公司深耕投资和研究的效率和质量，并且秉持与资本场所处竞争环境相适应的投资价值观，实施专注“业绩”的战略，公司管理层必须明白旗下基金产品“业绩”的来源或者对应策略，以及这些来源与策略相适应的资本市场竞争环境。当资本市场发生结构性变化的时候，某一类型的基金策略失效，也需要管理层即使进行调整，同时在基金经理的选择和培养上也需要具有前瞻性。在一定意义上可以说，基金经理仅仅是做出证券投资选

择的决定，而基金公司的管理层则需要前瞻研究某一类的证券或者投资标的更能满足投资者的需求，以及如何让公司旗下基金经理的产出更加有效。而这些选择，实际上就是公司的战略选择。

回顾基金业的发展，可以看到，自 2008 年金融危机后，监管的变化、科技的进步和激烈的竞争引领了行业变革的方向。预测行业发展，变革将在未来加快推进，重塑行业格局。基金行业将面临历史上最快的发展阶段，但同时行业竞争激烈，整体收费费率下降，已经改变了过去长达 20 多年收费稳定的趋势。PwC 的报告显示，自 2008 年后，由于被动管理资产管理公司在定价和现金流方面的压力，以及监管成本和科技费用的持续飙升，全球资产管理行业利润下降了 10%。但是全球企业的利润率各有不同，小型零售资产管理公司的利润率最低为 5%，而部分全球大型机构的利润率可以高达 60%。尽管如此，资产管理的利润率仍高于其他绝大多数行业。

在历史机遇和挑战并存的时代，基金管理公司如何应对？笔者认为，基金公司应该清晰判断未来走势，充分分析外在竞争环境，了解自身的资源和差异化能力，在此基础上制定公司的长期战略，重新调整业务结构，支持差异化发展，这样才有可能逐步形成竞争优势。

7.3 不足与研究展望

本文从基金公司的视角研究了基金公司在不同战略选择下各个因子对其市场占有率的影响，并对中美两国公募基金行业做了比较，具有一定的创新性。但本文仍存在以下不足之处，同时也是日后研究的方向。

（1）本文同时采用了中美两国公募基金行业的企业数据，但中国公募基金行业尤其是被动型基金公司起步较晚，数据量较少，而且本文采用的是季度数据，未来在数据的丰富程度上有进一步优化的空间。

（2）本文一方面研究了各个因子对基金公司市占率的影响，另一方面研究了在不同战略选择下这些因子影响的差异。但实际操作中由于变量选择的局限，本文的讨论集中在总成本领先战略和差异化战略之上，对目标聚集战略、核心能力战略和合作竞争战略的讨论不足，这也是未来进一步研究的方向。

（3）本文根据现有文献来选择因子，进而讨论这些因子对基金公司市占率的影响。但是现有文献大多在传统金融理论框架下，以理性人假设为前提来研究基金市场占有率的影响因素，因此本文所研究的影响因子均在理性范式的讨论之中。然而，**Hambrick** 和 **Mason**（1984）提出高阶梯队理论，认为组织结果（包括战略选择和绩效）部分可由管理层背景特征所预测。因此，从非理性范式的视角来研究基金公司管理层的背景特征对基金公司市场占有率的影响也是未来值得研究的一个课题。

参考文献

- Baks, K.P., Metrick, A., Wachter, J., 2001. Should investors avoid all actively managed funds? A study in Bayesian performance evaluation. *Journal of Finance* 56, 45–86.
- Barber, B., Odean, T. and Zheng, L. (2005). Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows*. *The Journal of Business*, 78(6), pp.2095-2120.
- Berk, J. and Green, R. (2004). Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. *Journal of Political Economy*, 112(6), pp.1269-1295.
- Barney, J. B. (2011). Establishing strategic management as an academic discipline. *Competition, Competitive Advantage, and Clusters*.
- Bergstresser, D., Chalmers, J. and Tufano, P. (2009). Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry. *Review of Financial Studies*, 22(10), pp.4129-4156.
- Beltratti, A., Bortolotti, B. and Caccavaio, M. (2016). Stock market efficiency in China: Evidence from the split-share reform. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 60, pp.125-137.
- Bogle, & John, C. (2010). Common sense on mutual funds.
- Borodin, A., Ran, E. Y., & Gogan, V. (2004). Can we learn to beat the best stock. *AI Access Foundation*.
- Capon, N., Fitzsimons, G. and Alan Prince, R. (1996). An individual level analysis of the mutual fund investment decision. *Journal of Financial Services Research*, 10(1), pp.59-82.
- Carhart, M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *the journal of finance*, 52(1), 57-82. *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Chen, J., Hong, H., Huang, M., & Kubik, J. D. (2004). Does fund size erode mutual fund performance? the role of liquidity and organization. *American Economic Review*, 94(5), 1276-1302.

Chinthalapati, V., Mateus, C. and Todorovic, N. (2017). Alphas in disguise: A new approach to uncovering them. *International Journal of Finance & Economics*, 22(3), pp.234-243.

Christoffersen, S., Evans, R. and Musto, D. (2005). The Economics of Mutual-Fund Brokerage: Evidence from the Cross Section of Investment Channels. *SSRN Electronic Journal*.

Cremers, K. J. M., & Petajisto, A. (2009). How active is your fund manager? a new measure that predicts performance. *Review of Financial Studies*, 22(9), 3329-3365.

CRSP - The Center for Research in Security Prices: <http://www.crsp.com/>

Edelen, R. M., & Warner, J. B. (2001). Aggregate price effects of institutional trading: a study of mutual fund flow and market returns ☆. *Journal of Financial Economics*, 59(2), 195-220.

Elton, E. J., Gruber, M. J., & Blake, C. R. (2012). Does mutual fund size matter? the relationship between size and performance. *Review of Asset Pricing Studies*, 2(1), 31-55.

Fletcher, J., & Forbes, D. (2002). U.k. unit trust performance: does it matter which benchmark or measure is used?. *Journal of Financial Services Research*, 21(3), 195-218.

Fink, M. P. (2008). The rise of mutual funds: an insider's view. *Oup Catalogue*.

Gallagher, S., Kaniel, R. and Starks, L. (2006). Madison Avenue Meets Wall Street: Mutual Fund Families, Competition and Advertising. *SSRN Electronic Journal*.

Glode, V., 2011, Why mutual funds “underperform”. *Journal of Financial Economics* 99, 545-559.

Guercio, D. D., & Tkac, P. A. (2008). Star power: the effect of morningstar ratings on mutual fund flow. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 43(4), 907-936.

Hendricks, D., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1993). Hot hands in mutual funds: short-run persistence of relative performance, 1974–1988. *The Journal of Finance*, 48(1), 93-130.

Huang, J., Wei, K. D., & Yan, H. (2007). Participation costs and the sensitivity of fund flows to past performance. *The Journal of Finance*, 62(3), 1273–1311.

Investment Company Institution : www.ici.org

Jain, P. and Wu, J. (2000). Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flows. *The Journal of Finance*, 55(2), pp.937-958.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1998). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Social Science Electronic Publishing*, 3(4), 305-360.

Jonathan B. Berk, & Richard C. Green. (2004). Mutual fund flows and performance in rational markets. *Journal of Political Economy*, 112(Volume 112, Number 6), 1269-1295.

Keim, D. B., & Madhavan, A. (1995). Anatomy of the trading process empirical evidence on the behavior of institutional traders ☆, ☆☆. *Journal of Financial Economics*, 37(3), 371-398.

Khorana, A., & Servaes, H. (2011). What drives market share in the mutual fund industry?. *Review of Finance*, 16(1), 81-113.

Kosowski, Robert, 2006, Do mutual funds perform when it matters most to investors? U.S. mutual fund performance and risk in recessions and expansions, *Working paper, Imperial College London*.

Massa, M. (2000). Why so many mutual funds? mutual fund families, market segmentation and financial performance. *Social Science Electronic Publishing*.

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.

Nanda, V., Wang, Z. J., & Zheng, L. (2004). Family values and the star phenomenon: strategies of mutual fund families. *Review of Financial Studies*, 17(3), 667-698.

- Pastor, Lubos, and Robert F. Stambaugh, 2002, Investing in equity mutual funds, *Journal of Financial Economics* 61, 351–380.
- Pollet, J. M., & Wilson, M. (2008). How does size affect mutual fund behavior?. *Journal of Finance*, 63(6), 2941–2969.
- Porter, M. E. (2008). On competition. *Bottom Line*, 13(1), págs. 36-39.
- PwC. (2017). Asset & Wealth Management Revolution: Embracing exponential change.
- Ronald T. Wilcox. (2003). Bargain hunting or star gazing? investors' preferences for stock mutual funds. *Journal of Business*, 76(4), 645-663.
- Sewell, M. (2012). The Efficient Market Hypothesis: Empirical Evidence. *International Journal of Statistics and Probability*, 1(2).
- Sirri, E. R., & Tufano, P. (1998). Costly search and mutual fund flows. *The Journal of Finance*, 53(5), 1589-1622.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Spiegel, M. I., & Mamaysky, H. (2001). A theory of mutual funds: optimal fund objectives and industry organization. *Ssrn Electronic Journal*.
- Stoughton, N. M., Youchang, W. U., & Zechner, J. (2011). Intermediated investment management. *The Journal of Finance*, 66(3), 947–980.
- Wahal, S., & Wang, A. (2011). Competition among mutual funds ☆. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 40-59.
- Wermers, R. (2000). Mutual fund performance: an empirical decomposition into stock - picking talent, style, transactions costs, and expenses. *Social Science Electronic Publishing*, 55(4), 1655-1703.
- 王超,& 刘超. (2013). 基于制度变迁的美国股票市场有效性分析. [online] Available at: <http://www.xzbu.com/3/view-4474921.htm> [Accessed 10 Mar. 2018].

- 陈建梁, & 吴丁杰. (2005). 银行系基金公司销售策略研究. *南方金融*(5), 14-16.
- 冯金余. (2012). 国内基金市场不存在“赎回异象”吗?——基于基金业绩与资金流动视角. *证券市场导报*(12), 67-74.
- 冯旭南, & 李心愉. (2013). 参与成本、基金业绩与投资者选择. *管理世界*(4), 48-58.
- 郭春松, 蔡庆丰, & 汤旻珩. (2015). 基金家族的业绩关联与溢出效应——基于共同技能效应与共同噪声效应的实证研究. *金融研究*(5), 162-177.
- 胡畏, 聂曙光, & 张明. (2004). 中国证券投资基金业绩的中短期持续性. *系统工程*, 22(4), 44-48.
- 蒋运冰, 王燕鸣, 王恕慧, & 李胜兰. (2015). 基金公司竞争策略研究——基于产品创新和机制创新视角. *中国管理科学*, 23(12), 45-52.
- 李学峰, & 张舰. (2008). 基金公司治理结构是否影响基金绩效. *证券市场导报*(2), 54-60.
- 林树, 李翔, 杨雄胜, & Onkit. (2009). 他们真的是明星吗?——来自中国证券投资基金市场的经验证据. *金融研究*(5), 107-120.
- 刘春奇. (2015). 基于基金公司性质研究股权结构对公司绩效的影响. *财会月刊*(8).
- 刘寒星, & 李芮. (2017). 中国股票市场有效性研究. *中国社会保障基金理事会*
- 刘莎莎, 刘玉珍, & 唐涯. (2013). 信息优势、风险调整与基金业绩. *管理世界*, No.239(8), 73-82.
- 刘晓孟. (2013). 中国基金公司主动投资超额收益率度量方法研究——基于经典方法与改进方法比较分析. *Doctoral dissertation*, 复旦大学.
- 陆蓉, 陈百助, 徐龙炳, & 谢新厚. (2008). 基金业绩与投资者的选择——中国开放式基金赎回异常现象的研究. *中国经济学前沿*(3), 39-50.
- 汤珂, 王文军, & 陈泽侗. (2013). 中国证券投资基金为什么能打败市场?. *首届中国金融发展学术论坛论文集*.
- 汤跃跃. (2006). 提高企业市场占有率策略研究. *经济与管理*, 20(2), 56-59.

同济大学课题组, 陈伟忠, & 刘铁磊. (2012). 中国京沪粤三地基金公司竞争力对比研究. *上海金融*(3), 72-82+120.

王珏. (2015). 基金家族特质对基金投资行为及绩效影响研究. 对外经济贸易大学出版社.

王鹏. (2013). 基金业绩与资金流量:“明星效应”存在吗. *南方经济*, V31(5), 69-84.

肖继辉. (2016). 基金业绩对投资者申购、赎回行为的影响:考虑股市表现的证据. *审计与经济研究*, 31(4), 89-100.

肖峻, & 石劲. (2011). 基金业绩与资金流量:我国基金市场存在“赎回异象”吗?. *经济研究*(1), 112-125.

于芳. (2006). 我国开放式基金经理变更对基金业绩影响的实证研究. (*Doctoral dissertation*, 对外经济贸易大学).

附录 A

美国部分的相关数据及表格

表格 14 美国部分的数据 Spearman 相关系数分析

	ln mkt share	active ratio	turnover	Sharpe ratio	abs_rtn	mgmt_fee	totload	fee_12b_1	Herfindahl_f	diversity	fund number	fund started	is_five_star
ln mkt share	1												
active_ratio	-0.398	1											
turnover	0.0605	-0.107	1										
sharpe_ratio	0.164	-0.0578	0.0978	1									
abs_rtn	0.0470	-0.0043	-0.0118	0.419	1								
mgmt_fee	-0.270	0.146	0.152	-0.203	0.0060	1							
tot_load	0.140	-0.0418	0.0347	-0.0015	0.0142	0.0733	1						
fee_12b_1	0.213	-0.185	0.286	0.101	0.0040	0.0328	-0.0206	1					
Herfindahl_f	-0.747	0.448	-0.125	-0.109	-0.0369	0.253	-0.280	-0.258	1				
diversity	0.777	-0.448	0.144	0.155	0.0500	-0.274	0.213	0.237	-0.804	1			
fund_number	0.871	-0.466	0.152	0.135	0.0367	-0.236	0.274	0.286	-0.900	0.881	1		
fund_started	0.315	-0.199	0.0366	0.0192	0.0101	-0.0701	0.0674	0.0787	-0.273	0.314	0.323	1	
is_five_star	0.578	-0.208	0.0110	0.0564	0.0779	-0.0828	0.0866	0.138	-0.476	0.484	0.543	0.197	1

表格 15 美国部分 OLS 回归的 white test 与 VIF 检验结果（夏普比率）

White's test for Ho: homoskedasticity
against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(64) = 1211.47
Prob > chi2 = 0.0000

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	1211.47	64	0.0000
Skewness	73.22	10	0.0000
Kurtosis	3.94	1	0.0471
Total	1288.63	75	0.0000

Variable	VIF	1/VIF
diversity_~g	3.15	0.317959
funds_numb~g	2.37	0.422624
herf_fund_~g	2.03	0.491501
is_five_st~g	1.35	0.741673
actual_12b~g	1.30	0.767758
turn_ratio~g	1.09	0.920618
totload_lag	1.08	0.922632
exp_ratio_~g	1.07	0.933293
sharpe_rat~g	1.05	0.953147
act_ratio_~g	1.04	0.963235
Mean VIF	1.55	

表格 16 美国部分 OLS 回归的 white test 与 VIF 检验结果（绝对收益）

```
White's test for Ho: homoskedasticity
    against Ha: unrestricted heteroskedasticity

    chi2(64)      =    1571.86
    Prob > chi2   =    0.0000
```

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	1571.86	64	0.0000
Skewness	82.08	10	0.0000
Kurtosis	5.56	1	0.0184
Total	1659.49	75	0.0000

Variable	VIF	1/VIF
diversity_~g	3.15	0.317597
funds_numb~g	2.47	0.405180
herf_fund_~g	1.99	0.502269
is_five_st~g	1.36	0.737399
actual_12b~g	1.31	0.763305
turn_ratio~g	1.09	0.918425
totload_lag	1.08	0.921693
exp_ratio_~g	1.04	0.963304
act_ratio_~g	1.03	0.971124
obj_quater~g	1.00	0.995902
Mean VIF	1.55	

附录 B

中国部分的相关数据及表格

表格 17 中国部分的数据相关系数检验

	In mkt share	active pct	herfinda hl_f	diversity	magage ment ratio	total load	Turnov er	sharpe ratio	fund number	leaver	fund started	mkt fund_pc t
In mkt share	1											
active pct	-0.449	1										
herfindahl_f	-0.566	0.6376	1									
diversity	0.7419	-0.509	-0.597	1								
magagement ratio	-0.483	0.4171	0.3935	-0.417	1							
total load	-0.136	0.0865	0.1661	-0.132	0.0739	1						
Turnover	-0.326	0.1507	0.1103	-0.224	0.3021	0.0043	1					
sharpe ratio	0.1325	-0.13	-0.177	0.214	-0.051	-0.044	-0.046	1				
fund number	0.546	-0.654	-0.852	0.6081	-0.359	-0.179	-0.127	0.384	1			
leaver	0.1663	-0.24	-0.282	0.2565	-0.12	-0.075	-0.038	0.211	0.373	1		
fund started	0.3328	-0.438	-0.617	0.383	-0.237	-0.123	-0.037	0.403	0.7376	0.3516	1	
money mkt fund_pct	0.2153	-0.168	-0.23	0.3146	-0.104	-0.033	-0.071	0.856	0.4218	0.1843	0.3936	1

表格 18 中国部分 OLS 回归的 white test 结果

White's test for Ho: homoskedasticity
against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(77) = 534.82
Prob > chi2 = 0.0000

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	534.82	77	0.0000
Skewness	107.95	11	0.0000
Kurtosis	13.43	1	0.0002
Total	656.20	89	0.0000